الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات

نبيل عبد السلام شاكر

الإدارة الفعالة

للأموال والمشروعات

(منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية)

دكتور

نبيل عبد السلام شاكر

أستاذ التمويل والاستثمار والأسواق المالية

كلية التجارة . جامعة عين شمس

الفهرس

إهداء ٦
مقدمة الكتاب... ٧

الفصل الأول

المفهوم المعاصر للوظيفة المالية ١٠
مقدمة الفصل ١١
تقديم الحكاية () ١٣
المشهد الأول.. ١٥
المشهد الثاني ١٧
المشهد الثالث ٢٤
المشهد الرابع ٣١
المشهد الخامس... ٣٥

الفصل الثاني

الأصول العلمية لصناعة قرارات التمويل............................ ٧٢
مقدمة الفصل ٧٣

الفصل الثالث

تكلفة التمويل (العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار) ١٧٥
مقدمة الفصل ١٧٦

الفصل الرابع

الأصول العلمية لصناعة قرارات الاستثمار طويل الأجل............. ٢٦١
مقدمة الفصل ٢٦٢

الفصل الخامس

الأصول العلمية لصناعة قرارات الاستثمار قصير الأجل ٣٤٥
مقدمة الفصل ٣٤٦

الفصل السادس

المفهوم المعاصر للتحليل المالي في إطار مدخل صناعة القرارات المالية ٥٣٧
مقدمة الفصل ٥٣٨

الفصل السابع

البرنامج المقترح لتحليل قرارات التمويل ٦٠٩
مقدمة الفصل الأول.. ٦١٠
برنامج تحليل الهيكل المالي ٦٨٣

الفصل الثامن

البرنامج المقترح لتحليل قرارات الاستثمار.. ٧٢٦
مقدمة الفصل ٧٢٧

الفصل التاسع

البرنامج المقترح لتحليل السيولة قصيرة الأجل.. ٧٩٦
مقدمة الفصل ٧٩٧

الفصل العاشر

البرنامج المقترح لتحليل الربحية ٨٨٤
مقدمة الفصل ٨٨٥
الإطار العام لبرنامج تحليل الربحية ٨٨٧

قائمة المراجع

المراجع ٩٨٨

الملاحق

خاتمة الكتاب.. ٩٩٤

* عن أبي هريرة ﵁ أن النبي ﷺ قال:

"إذا مات ابن آدم انقطع عمله إلا من ثـ.لاث: صـ.دقةٍ جاريةٍ، أو علمٍ ينْتَفَع به، أو ولدٍ صالح يدعو لـ.ـه" صـ.دق رسول اللهﷺ".

رواه مسلم

إهداء

حبا واقتداء واعترافًا بالفضل أهدي مؤلَّفي هذا إلى: .

- أبي رحمة الله عليه.
- أستاذي الفاضل الأستاذ الـدكتور محمـد عفيفـي حمودة رحمة الله عليه.

إلى الفهرس

مقدمة الكتاب

هذه محاولة جادة . مخلصة . جريئة وجديدة تهدف إلى نشر العلم في أعمق صوره وأشملها بأسلوب مختلف يتـ.سم بالتبسيط الشديد للاستحواذ على اهتمام القارئ وجذب انتباهه داخل إطار من المتعة والإثارة مع تعظيم استفادته المعرفيـ.ة والمهارية.

إنني أؤكد على قناعتي التامة بانعدام القيمة الحقيقية للعلم والعلماء ما دامت حبيسة أسوار الجامعة وأرفـ.ف مكتباتهـ.ا، وأن قيمتها الحقيقية الرفيعة تبدأ في تلك اللحظة التي يصلان فيها سويا إلى التعامل مع الواقع العلمي الملمـ.وس وتعـ.ديل مساره إلى الاتجاه الصحيح داخل دائرة متسعة من القراء.

إن هذا الكتاب إلى جانب الكتابات الأخرى السابقة منهـ.ا واللاحقة يساعد قارئه على تنمية قدراته ومهاراته المرتبطـ.ة بصناعة القرارات المالية ومتابعتها في مجال إدارة الأمـ.وال والمشروعات، الأمر الذي انعكس بوضـ.وح فـ.ي أسـ.لوب العرض ومخاطبة القارئ بالإضافة إلى ذلك الكم الهائل مـ.ن التدريبات العملية المصممة بدقة وعناية والتي تعكس نتـ.اج

إلى الفهرس

خبرات متراكمة من البحث العلمي والتدريس والتدريب والاستشارات الخاصة.

تم تصميم هذا الكتاب ليحوي عشرة فصول تكون في مجموعها الإطار المتكامل لعلم الإدارة المالية بمفهومه المعاصر حيث:

خصصنا الفصل الأول لتحديد المفهوم المعاصر للوظيفة المالية ومجال اختلافها واتفاقها مع العلوم الأخرى وخاصة علم المحاسبة.

وخصصنا الفصل الثاني لصناعة قرارات التمويل والأسس الحاكمة لها.

وخصصنا الفصل الثالث لتكلفة التمويل، والتأكيد على مفهومها، والنماذج الكمية لقياسها، وتحديد مجال استخدامها عمليا كحلقة وصل بين قرارات التمويل وبين قرارات الاستثمار.

وخصصنا الفصل الرابع لصناعة قرار الاستثمار طويل الأجل، والأسس الحاكمة له، مع التأكيد على التفرقة القاطعة بين هدف تعظيم الربح وهدف تعظيم قيمة المنشأة كهدف محوري للمنشأة.

إلى الفهرس

وخصصنا الفصل الخامس لصناعة قرار الاستثمار قصير الأجل بعناصره المختلفة والأسس الحاكمة له.

وخصصنا الفصل السادس للتحديـد القـاطع لمفهومنـا الخاص للتحليل المالي وأدواته وأساليبه.

وخصصنا الفصل السابع لعرض برنامجنا المقترح لتحليل مدى سلامة قرارات التمويل.

وخصصنا الفصل الثامن لعرض برنامجنا المقترح لتحليل مدى سلامة قرارات الاستثمار.

وخصصنا الفصل التاسع لعرض برنامجنا المقترح لتحليل السيولة قصيرة الأجل.

في الوقت الذي خصصنا فيه الفصل العاشـر والأخيـر لعرض برنامجنا المقترح لتحليل الربحية.

وعلى الرغم من الجهد المضني الذي بذلته بفضل من الله في تأليف هذا الكتاب فإنني أتحمل مـسئولية أي تقـصير أو خطأ يوجهني إليه أساتذتي وزملائي وطلابي.

وأخيرا فلقد حاولت ما استطعت، وعلى الله قصد السبيل، وما توفيقي إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب.

دكتور نبيل شاكر

إلى الفهرس

الفصل الأول

المفهوم المعاصر للوظيفة المالية

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى التأكيد على المفهـوم المعاصـر للوظيفة المالية وعلى مجالات اختلافها واتفاقها مع الوظيفـة المحاسبية بالمنشأة، وذلك من خلال الاعتماد على اسـتخدام أسلوب عرض يتسم بالتبسيط الشديد وذلك في اتجاه محاولـة تحقيق هدف كبير ينحصر في حرصنا الدائم على توصـيل العلم إلى مختلف مستويات الجمهور العلمية والإدراكية.

يعتمد هذا الفصل على تقديم "حكاية الإدارة الماليـة لكـل الناس" والتي تعكس في مضمونها الكثير من الواقع العلمـي الملموس في مجال إنشاء المشروعات وإدارتها حيث تتخللها الحقائق والنظريات العلمية المكونة لعلم الإدارة المالية وإلـى حرصنا على عرضها بشكل مميز ومحدد في الطباعة.

إن محتوى ومضمون هذا الفصل يهدف إلى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام التام والواعي بمضمون الوظيفة المالية ومـا يرتبط بتفصيلاتها المختلفة من مفاهيم ومـصطلحات علمية من حيث كونها مجموعـة مـن القـرارات والتصرفات المالية المرتبطة بالتمويل والاسـتثمار

والتي تؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المنشأة مـ.ن خلال تعظيم ثروة المساهمين.

٢- التفرقة بين الوظيفة المالية وبين الوظيفة المحاسـ.بية وتحديد طبيعة العلاقة بينهما.

٣- التحديد الدقيق للهدف المـ.الي المحـ.وري للمنـ.شأة والمتمثل في تحقيق أقصى قيمة اقتصادية لهـ.ا مـ.ن خلال تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين والذي يمثل البديل المتفق عليه لتعظيم الربح المحاسبي.

تقديم الحكاية [1]

هم مجموعة من الأصدقاء أبناء حـي واحـد افترقـوا وسافر كل منهم إلى بلد عربي أو أجنبي ولكنهم كانوا يلتقون في أجازاتهم ويمضون بعض الوقت مع ذكريـاتهم، وبعـد مرور أكثر من عشر سنوات قرروا جميعا أن يعودوا إلـى مصر.. وكان اللقاء لقاء الأصدقاء والعمل أيضا.. فمنهم من استقال ومنهم من بقي في عمله رغم اشتراكه مع أصـدقائه ومنهم من تخلى عنهم تماما.

تعالوا بنا ندخل في عمق حكـايتهم مـع المـشروعات الاستثمارية . وحكاية الإدارة المالية.

الشخصيات:

١- بسطاوي (مهندس).

٢- حناوي (خبير كمبيوتر).

٣- درويش (موظف علاقات عامة).

٤- محمود (مهندس زراعي).

---

[1] - قام بإعداد الحوار في هذه الحكاية الشاعر سامي شاكر.

٥- أميل (طبيب بيطري).

٦- حنا (مدرس تربية رياضية).

٧- حسان (مدير مالي).

٨- حسيب (محاسب).

٩- تادرس (مدرس رياضيات).

١٠- حسين (كيميائي).

١١- جميل (طبيب بشري).

مشروعات الاستثمار وعنصر المخاطرة

المشهد الأول

في منزل بسطاوي:

- بسطاوي يجلس في حجرة المكتب.
- يبحث في أجندة معه عن أرقام التليفونات.

بسطاوي: تليفون درويش كام يا بسطاوي.. أيوه أهه. <<

- يرفع سماعة التليفون.

ويدير القرص على رقم درويش.

ألو.... أيوه.

درويش..؟ إزيك يا سي بـ.سطوي.. الله الله فعـ.لاً بتـ.اع علاقات عامة.. عرفت صوتي على طول.. د احنا يدوبك ما بنتكلمش إلا في أجازاتنا.. إزيك.. أنا خلاص بطلت أسافر.. وانت كمان؟ حلو قوي.. وأخبار الشلة إيـ.ه..؟ لا بقـ.ى دول فعلاً صدقوا في كلامهم.. يعني كلهم نهوا عقودهم وغـ.ربتهم وجم مصر.. طيب بقولك إيه.. يا ريت نتقابل النهارده فـ.ي النادي، نادي الشمس.. أيوه يا سيدي ما احنا بعد الخلفاوي..

إلى الفهرس

بقينا كلنا في مصر الجديدة.. وبقينا أعـضاء فـي نـوادي البهوات انت بتضحك.. عموما.. عاوزين نـستفيد بفلوسـنا ونفيد الناس وبلدنا ماشي.. نتقابل الساعة خمسة في النادي.

المشهد الثاني

في النادي:

- ترابيزة كبيرة في النادي.
- ويجلس عليها كل الأصدقاء.

إميل: والله زمان يا جماعة.

حناوي: أخيرا اتجمعنا كلنا تاني.

حسين: طبعا.. ما لناش غير بلدنا.

تادرس: بس على الله نفلح فيها.. وما نضيعش القرشين اللي عرقنا فيهم.

بسطاوي: ما تيجوا نفكر في شغلانة، يعني مشروع كبير أو صغير يلمنا سوى.

حسيب: طب ووظايفنا.. ما احنا كلنا واخدين أجازات بـ.دون مرتب، نستقيل بقى.

حسان: يعني ندفع كل سنة ضرائب وتأمينات وبعدين نسيب شغلنا.

جميل: يا عم بس نفهم الناس عاوزة إيه وقصدهم إيه.

درويش: والله لو ها نعمل دراسة ونحس أن احنا هانستفيد.. يبقى نخرج فلوسنا من البنك.

حنا: نخرج فلوسنا من البنك طب ودخلناها ليه أساسا.

يقف بسطاوي ويلف ويدور حول الشلة مد.اولاً شرح المسألة.

بسطاوي: يا جماعة المسألة عاوزة ناخدها جد شوية.

تادرس: طب فهمنا إيه الحكاية..

الكل: أيوه.. فهمنا.

. بسطاوي شارحا لوجهة نظره.

ب.سطاوي: طبعا بعد أكثر من عشر سنين غربة.. بقى عندنا الخبرة والمال.. المال طبعا ما يقلش عن مليون جنيه لكل واحد منا.. ما حدش يحمرق.

حنا: الله.. إنت هاتقر ما تخف شوية علينا يا ع.م.. تلاقيه.ك عامل أكثر مننا.

. درويش هامسا في أذن حنا.

درويش: لا يا عم فلوسنا في البنك أضد.من.. م.شاريع إي.ه وبلاوي إيه.

محمود: يا عم درويش ما هي فايدة البنك.. بياكلها التـضخم الموجود في السوق.. والأسعار زي ما انت شـايف نار.. وبعدين اليومين دول البنوك عمالة تنَّزل فـي سعر الفايدة يبقى نشغلها أحسن وأفيد.

تادرس: لأ وإيه.. ضرائب ومش ضرائب واحدة.. كل يـوم يطلع نوع.. فارد قرونه ويـنطح فينـا.. دا غيـر التأمينات والذي منه!!

حسان: الله. وهي الـضرائب دي.. مـش هـي مرتبـات الموظفين الغلابة المطحونين وهـي دخـل الدولـة وهيئاتها الحكومية اللي عمالة تسهل فـي سياسـات وقوانين الاستثمار عشان تشجع الناس على تـشغيل فلوسها.. أحسن من البلاطة يـا سـي حنـا إنـت ودرويش.. وسي تادرس بتاع الإحصاء.

محمود: يا جماعة حنا ده مدرس ألعاب.. يعنـي هـايروح يلعب مع العيال في الشمس وبعدين يـروح ينـام.. سيبوه في حاله.

حسيب: ولاّ سي درويش بتاع العلاقات العامة.. الّلي عـاوز يتوظف.. وكمان سي تادرس بتاع الرياضيات عاوز

بس يقعد يدي في دروس خصوصية، خلينا يـ.ا عـ.م بسطاوي نتكلم احنا في فكرتك.

. ينسحب حنـ.ا وتـ.ادرس ودرويـ.ش خـ.ارج الجلسة.

حنا: عن إذنكم أجيب العيال من حمام السباحة.

درويش : خدني معاك يا عم حنا.

تادرس: وأنا كمان أشوف ولاد أخويا في حديقة الأطفال.

بـ.سطاوي: مع السلامة.. المهم يا جماعة خليكوا إنتم معايـ.ا احنا دلوقتي بقينا تمانية.. نخش بقى في الموضوع يا عم حسان يا مديرنا المالي.

محمود: اسمعوني يا جماعة أنا هادخل معـ.اكم.. بـ.س أنـ.ا هارجع استلم وظيفتي ومش هأقدر أستقيل.

إميل: وأنا كمان زيك يا محمود.

حسان: يبقى كده الثلاثة صحابنا اللي مشيوا دول بيخافوا من المخاطرة وبيكرهوهـ.ا، وأخونـ.ا إميـ.ل ومحمـ.ود بيخاطروا بس بحرص، يعني بيتجنبوها، واحنا بقـ.ى أنا وبسطاوي وحناوي وجميل وحسيب وحسين لنـ.ا

بقى في المخاطرة اللي بجد.. وما بيهمنـاش.. ويـا صابت يا.. مش عاوز أكمل.

بسطاوي: برافو عليك يا حسان ما هو إنت مدير مالي ناجح طول عمرك.

حسان: الكلام ده طبعا اتعلّمناه زمان فـي الكليـة.. فـاكر كانوا.. بيدرسوا لينا الحكاية دي فـي علـم الإدارة المالية.

. يقف بسطاوي من مكانه حول الترابيزة.

بسطاوي: طب يا جماعة نتقابل في المكتب عندي بكرة بعـد الظهر عشان ندرس الأمور على الورق.. يعني نوع المشروع وإمكانياتنا والذي منه.

الكل: والله فكرة عال ياللا بينا.

الخلاصة العلمية:

إن التصرف في الفوائض النقدية المتاحة (الفـرق بـين قيمتي الدخل والاستهلاك) يحكمـه – وبدرجـة مـؤثرة – التكوين أو التركيب السيكولوجي (النفسي) للمـستثمر تجـاه المخاطرة، حيث يمكننا تقسيم المستثمرين حـسب التركيـب المذكور إلى ثلاثة أنواع وهي:

١- فئة المستثمرين الكارهة للمخاطرة والتي تتجه إلـى تفضيل إيداع فوائضها النقدية في البنوك لكي تضمن الحصول على معدل عائد ثابت - أو متغيـر فـي حدود ضيقة - دون ارتباط هذا الاستثمار بأية درجة من درجات المخاطرة لكي يحصلون على ما يمكـن تسميته بمعدل العائد على الاسـتثمار الخـالي مـن المخاطرة Riskless rate of return والذي يعكس بالضرورة معدلا منخفضا على الاسـتثمار وتعتبـر السندات الحكومية أحد مجالات الاستثمار المناسـبة لهذه الفئة من المستثمرين.

٢- فئة المستثمرين المتحفظة تجاه المخـاطرة، والتـي تتجه إلى اقتحام مجالات الاستثمار بحذر ملحـوظ، حيث ترغب في الحصول على عائد أعلى من عائد البنوك من خلال إقامة مشروعات الاستثمار الأكثر انتشارا في السوق الاستثماري المحلي بالإضافة إلى شراء الأوراق المالية الأكثر ضماناً وخاصة الأسهم الممتازة.

٣- فئة المستثمرين المحبة للمخاطر والتي تتجـه إلـى اقتحام مجالات الاستثمار المرتبطة بمعـدل عائـد مرتفع على الاستثمار، وذلـك مـن خـلال إقامـة مشروعات الاستثمار الجديدة والمبتكـرة بالإضـافة إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عائدا مرتفعـا في مقابل درجة أمان أقل والتـي تمثلهـا الأسـهم العادية.

الهدف المالي المحوري للمنشأة في الفكر المالي المعاصر

المشهد الثالث

في المكتب عند بسطاوي:

. مائدة مستديرة يجلس على الكرسي الكبير بـ.سطاوي وحولها باقي الأصدقاء.

بسطاوي: يا أهلاً وسـ.هلاً بأصـ.حاب الطفولـ.ـة والـ.شباب والكهولة كمان.

حسان: عاوز بقى نشوق اقتراحاتنا في المشروع اللي هانفكر نعمله.

حسيب: كل اللي يهمني إني أوصل لمسألة تعظيم الربح مـ.ـن المشروع وخلاص.

حسان: خلي بالك وخلّوا بالكو جميعا من مسألة تعظيم الربح دي اللي اسمه تعظيم الربح المحاسبي اللـ.ـي معنـ.ـاه تحقيق أكبر رقم ربح ممكن.

بسطاوي: يعني يا جماعة لو فيه مشروع يكسبك ميت ألـ.ف جنيه ومشروع يكسبك عشر تلاف جنيه تختاروا إيه؟

الكل: طبعا الميت ألف جنيه.

حسان: بس أكيد هاتكون مخاطر الميت ألف جنيه أكبر مـ.ن مخاطر العشر تلاف جنيه، يعني ما فيش حلاوة من غير نار، يعني ممكن يكون مـ.صدر الـ.ربح غيـ.ر مشروع مثلاً وتبقى مصيبة.

الكل: آه.. معقول.

حسان: وكمان ممكن يكون الزمن اللي هانكسب فيه المبلـ.غ الكبير ده أطول.. يعني.. مثلاً الميـ.ت ألـ.ف جنيـ.ه دلوقتي قيمتهم مش هي نفس قيمتهم بعد فترة معينة، يعني القيمة الحالية للفلوس بتتغيـ.ر، وعـ.شان كـ.ده اسمها قيمة آجلة، أو مخصومة.. يعني هاتقل.

إميل: الله يعني العشر تلاف جنيه ممكن تكون فيها بركة عن الميت ألف.

محمود: يا سلام.. دا العلم يا أخي نور صحيح.

حسان: يبقى هدفنا بقى هو تعظيم الثـ.روة مـ.ش الـ.ربح.. معقول؟

الكل: والله معقول.

حسان: والثروة دي برضه هي الربح بس بنحط فـي مخنـا المخاطر اللي هيقابلها المشروع يعني ببساطة هـدفنا هو تعظيم الربح المتوضب.

بسطاوي: والقيمة الحالية يا عم حسان للأرباح اللـي احنـا هانحققها في المستقبل لأن مـشروعنا اللـي احنـا هانختاره طويل الأجل.. يعني ممتد الزمن.

محمود: طب أدينا اتفقنا على الهدف.. وهو تعظـيم الثـروة ومش تعظيم الربح.. هانفكَّر في إيه بعد كده.

حسان: ما تطلب لنا شوية شاي يا عم بسطاوي ولا شوف إن كان حد عاوز قهوة ولا حاجة.

بسطاوي: ماشي..

- يدوس بسطاوي على الديكتافون يكلم سكرتيرته.

يا حورية.. ابعتي لينا شوية مشاريب من عندك.. أي حاجة.

الخلاصة العلمية:

نخلص من الجزئية السابقة من حكاية الإدارة المالية لكل الناس إلى أهمية التحديد الدقيق للهـدف المـالي المحـوري للمنشأة أو للمشروع والذي يمثل الإطـار المرجعـي لكـل

القرارات والتصرفات المالية المباشرة بالإضافة إلى جميـع القرارات والتصرفات المالية المباشرة مـن بيـع، شـراء، تخزين، وإنتاج.. إلخ. هذا بالإضافة إلـى كونـه المعيـار الأساسي للحكم على مدى سلامة المركز المالي للمنـشأة أو المشروع.

ومن الواضح أن الهدف المالي المحوري للمنشأة والمتفق عليه الآن يتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو المـساهمين، أو بمعنى آخر تعظيم القيمة الاقتصادية للمنشأة ونؤكد في هـذا المجال على أن هناك اتجاها لاعتبار تعظيم الربح المحاسبي هدفًا ماليا ملائما للمنشأة، في حين أنه – وكما سبق أن ذكرنا – نجد أن الاتجاه السائد والمتفق عليه هو اعتبار هدف تعظيم ثروة الملاك (من خلال تعظيم قيمة أسهمهم العاديـة) هـو الهدف الملائم للمنشأة حيث يوجهون إلى الاتجاه الأول عـدة انتقادات أهمها ما يلي:

١- أنه يمثل وجهة نظر قصيرة الأجل، ولا يأخذ فـي الاعتبار الآثار المترتبة على التركيز على الربح في الأجل الطويل.

٢- تجاهل هدف الربح للمخاطر التي قد يتعرض لهـ.ا المشروع أو الاقتراح الاستثماري المعين.

٣- أن مفهوم الربح في حد ذاته مفهوم غامض. فهـ.ل المقصود بالربح المطلوب تعظيمه، الـ.ربح قـ.صير الأجل أو طويل الأجل؟ أم العائد علـ.ى الـ.سهم أو الجنيه المستثمر أم على رأس المال المملوك؟.. إلخ.

٤- أن هدف الربح لا يأخذ في الاعتبار الوزن النـ.سبي للتدفقات النقدية أو القيمـ.ة الزمنيـ.ة للنقـ.ود عنـ.د المفاضلة بين المشروعات التي تُدر ربحا متساويا.

٥- أن هدف الربح قد يتسبب في تخفيض قيمة الأسـ.هم إذا ما تم التركيز عليه في الأجل القصير دون الأجل الطويل. وعلى سبيل المثال قد تستطيع منشأة ما أن تحقق أرباحا هائلة بواسطة شراء معدات ومواد ذات قيمة منخفضة، أو العناية بجهود تنشيط المبيعات أو التسعير المرتفع لمنتجاتها. ولكن النتيجة في الأجـ.ل الطويل قد تتمثل في توقف الشركة أو عجزها عـ.ن الاستمرار بسبب إدراك المشترين بـ.أن منتجاتهـ.ا منخفضة الجـ.ودة، أو لزيـ.ادة تكـ.اليف الـ.صيانة

والإصلاح المتعلقة بشراء معدات غير مناسـبة، أو انخفاض الحصة السوقية نتيجة لانخفـاض جـودة منتجاتها.

قرار اختيار وتحديد نوع ومجال النشاط الاستثماري:

حسان: أنا عاوز أبقى أنا مدير الحوار بعد إذنكـم بـصفتي مدير مالي وعندي شوية خبرة في المسائل اللي زي دي.

الكل: اتفضل.. قوي.. قوي..

ـ يقف حسان على قائمـة المائـدة ويتحـدث شارحا.

حسان: أول حاجة لازم ناخد فيها قرار هي نوع المـشروع، يعني هانشتغل في إيه.. نشاطنا الاستثماري هـايبقى إيه؟ ما هو ده أصعب قرار لأنه مهم جدا ناخده صح في البداية.

إميل: أي مشروع يا سيدي وخلاص.

محمود: أي مشروع إزاي مش لازم نشوف البلـد والـسوق محتاج إيه، ولينا مكان خالي في مجال إيه.

حسان: فيه مشاريع صناعية وتجارية وزراعية وخدمية يعني مشاريع السياحة والإعلام والمدارس والمست.شفيات وكل نوع له طبيعة خاصة من ناحية المخاطر اللّ.ي بيقابلها، وكمان من ناحية معدل العائد اللي بيحقق.ه للناس اللي عملوه قبل كده.. معايا.. يا أخوانا.

بسطاوي: طبعا معاك..

حناوي: طب بقى ياللا نختار.

حسان: يا حناوي الحكاية مش بالبساطة دي احنا لازم نسأل أصحاب الخبرة في كل المشاريع المعروضة قدامنا.

بسطاوي: وآدي التليفون يا عم حسان اسأل زي م.ا أن.ت عاوز.

. يلتقط حسان التليفون ويدير القرص على رقم معين ثم رقم آخر ثم رقم ثالث والكل في الانتظار.

المشهد الرابع

في المكتب عند بسطاوي:

. حسان يضع سماعة التليفـون بعـد إنهـاء المكالمات.

حسان: بعد سؤالي لأصـحاب الخبـرة عرفـت أن أنـسب مشروع لينا هو مصنع ملابس جاهزة فـي مدينـة جديدة في (العاشر مثلاً أو ستة أكتوبر).

حناوي: طب ليه ما نعملش مزرعة دواجن؟

إميل: لا يا عم نعمل مشروع تربية عجول وأنا عندي حتـة أرض في البلد ممكن تنفع للحكاية دي.

محمود: الله.. لأ بقى.. مشروع المقاولات أحسن.

جميل: لا بقى نعمل مستشفى استثماري أحسن وأحسن.

. لحظات هرج ومرج بين الحاضرين وتخـتلط أصواتهم مع بعض ثم يقف بسطاوي صارخاً فيهم.

بسطاوي: أرجوكم.. هدوء أرجوكم سيبونا نسأل ونفهم مـن حسان ليه مشروع مصنع ملابس جاهزة بالـذات؟.. اتفضل يا حسان.. اتكلم الميكرفون معاك..

حسان: أنا لما سألت لقيت أن المشروع ده أنـ.ـسب مـ.ـشروع لينا.. ليه بقى؟

الكل: ليه..؟

حسان: بيحقق معدل عائد على رأس المال ما يقلش عن ٤٠ % والمخاطرة بتاعته قليلة ونقدر نتحملها.

إميل: ماشي.. ده يبقى جميل خالص.

محمود: وتبقى فلوسنا في الأمان.

حسان: انتو عارفين بقى أن احنا بكدة نكون أخذنا أول قرار مالي وهو تحديد نوع المشروع وزي ما اتعلمنا فـ.ـي الكلية زمان إن الإدارة المالية: هي مجموعة قرارات مالية سليمة ومدروسة توصلنا لتحقيق الهدف اللـ.ـي احنا حددناه من الأول وهو تعظـ.ـيم الثـ.ـروة ومـ.ـش تعظيم الربح.

الخلاصة العلمية:

عند التصدي لصناعة القرار الخاص باختيار وتحديد نوع ومجال النشاط الاستثماري المناسب يواجه المستثمر بالعديـ.ـد من مجالات الاستثمار المتاحة على الخريطـ.ـة الاسـ.ـتثمارية والتي يمكن حصرها في الآتي:

- النشاط الصناعي بفروعه المختلفة.
- النشاط التجاري بفروعه المختلفة.
- النشاط الزراعي بفروعه المختلفة.
- النشاط الخدمي بفروعه المختلفة.

حيث تتباين المجالات المذكورة فيما بينها بشكل ملحـوظ من زاويتي المخاطرة ومتوسط معدل العائد على رأس المال واللتين تمثلان حجر الزاوية في المفاضلة بين هـذه البـدائل العديدة واتخاذ القرار الخاص باختيار أحدها..

وفي هذا المجال نؤكد على القارئ ضرورة العناية بهـذه المرحلة من مراحل التفكير الاسـتثماري نظـرا لأهميتهـا الكبيرة في نجاح المشروع، وكذلك لارتباطها بمراحل تاليـة من مراحل التفكير والدراسة.

قرار تحديد حجم الاستثمارات المالية المطلوبة:

بسطاوي: كمل لنا بقى.. لسة الميكروفون معاك اتفضل يـا حسان..

حسان: المشكلة الثانية اللي لازم نحلّها.. هي المـشروع ده محتاج فلوس أد إيه، يعني حجـم الاسـتثمار كـام بالفلوس؟

حناوي: يعني قول ميت ألف جنيه.

إميل: ميت ألف.. ليه.. هو احنا لسه في سنة ٧٥.. دا بتاع الطعمية يبدأ بأكثر منهم، دا على الأقل مليون جنيه.

محمود: لا.. ولا عشرة مليون جنيه.

حسان: دي مش حكاية سهلة يا جماعة دي عاوزة دراسة وتأنِّي.. سيبوني أفكر فيها ونتقابل بقى بكرة في نفس الميعاد.

حسيب: الله احنا لسه ما شربناش حاجة.

بسطاوي: المرة الجاية يا خويا.. ابقى اشرب حاجتين.

إلى الفهرس

المشهد الخامس

في المكتب عند بسطاوي:

. حول المائدة في مكتب بسطاوي.

بسطاوي: كمل لنا إيه باقي الحكاية يا عم حسان.

حسان: بعد دراستي للمشروع لقيـت أن المبلـغ المناسـب والأمثل هو ٢ مليون جنيه.. إيه رأيكم؟

الكل: موافقين ما دام الكلام جه من دراسة علمية.

حسان: دراسة تسويقية ودراسة فنية للمشروع.

حسيب: يعني اتفقتوا خلاص على المبلغ ده نعتبره قرار مالي نهائي.

الكل: طبعا موافقين بس على مسئولية حسان.

حسيب: طب اسمحوا لي أمارس مهنتي كمحاسـب قـديم.. ممكن؟

الكل: اتفضل.

حسيب: أنا هاطلَّع على السبورة وأكتب عليها حاجة.

. يتحـرك حـسيب تجـاه الـسبورة ويمـسك بالطباشير ويبدأ في رسم شكل حرف تي (T)

جدول رقم (١)

أصول	خصوم
٢ مليون	٢ مليون

الكل: إيه ده يا حسيب.

حسيب: اللي عمله الأستاذ حسان قبل كده.. ده اسمه الوظيفة المالية اللي هي صناعة القرار المالي اللـ.ـي هـ.ـو ٢ مليون جنيه إجمالي اسـ.ـتثمارات للمـ.ـشروع بتاعنـ.ـا ومش أكثر ومش أقل.. أما الرسمة دي فهي الوظيفة المحاسبية وزي ما انتو شايفين دي وظيفة تـ.ـسجيلية بيدخل في اهتمامها تسجيل القرارات الماليـ.ـة اللـ.ـي اتخذت قبل كده واللي رسـ.ـمته ده اسـ.ـمه الميزانيـ.ـة الافتتاحية للمشروع وسجلت فيه الإجماليات بس.

الخلاصة العلمية:

من القرارات المالية الهامة ذلك القرار المـ.ـرتبط بتحديـ.ـد القيمة المطلوبة للاستثمارات المالية الإجمالية والتي تتحـ.ـدد بدقة من خلال نتائج الدراسة الفنية للمشروع والتـ.ـي تعتمـ.ـد

بدورها على نتائج الدراسة التسويقية للمشروع، مع التأكيد على أن الخطأ في هذا القرار والمتمثل في انخفاض أو زيادة القيمة المحددة عن القيمة المطلوبة سوف يعكس آثاره السلبية على مدى نجاح المشروع الاستثماري موضع الدراسة.

ولقد تبين أيضا من الحوار السابق أن هناك ما يسمى بالوظيفة المحاسبية والتي تختلف في مضمونها وطبيعة ممارستها عن الوظيفة المالية؛ حيث تتعلق الأولى بالجانب التسجيلي فقط والذي يأتي وبالضرورة في مرحلة لاحقة للوظيفة الثانية والتي تهتم بصناعة القرارات المالية، الأمر الذي يعني أن الوظيفة المحاسبية تهتم بالماضي في حين تهتم الوظيفة المالية بالمستقبل.

ومن الجدير بالذكر أن هناك اتجاها حديثًا في علم المحاسبة يقترب به إلى حد ما من الوظيفة المالية أو علم الإدارة المالية والمتمثل في أحد فروع علم المحاسبة والمسمى بالمحاسبة الإدارية.

قرار تكوين الهيكل التمويلي الأمثل

حناوي: يعني المشاكل خلصت ولا لسة عاوزين نعرف؟

حسان: لسة بدري مستعجل على إيه؟

حسيب: ندخل بقى في المشكلة اللي بعد كده.

حسان: المشكلة دلوقتي يا جماعة هي نجيب الفلوس دي منين؟

حناوي: ما احنا معانا في البنوك يا عم أكثر من كده.. ما نروح نسحبهم وخلاص.

حسان: لا.. أنا حاقولك حاجة ثانية يا عم حناوي وهي.. ممكن نحط مبلغ مليون جنيه بس في المشروع ونقترض أو نستلف من البنك المليون الثاني.

إميل: حد يقول كده.. يبقى معانا ونستلف.!!

محمود: ده بخل بقى..

حسان: لا.. مش بخل أصل ده علم مش أي حاجة..

جميل: قول لنا الحكاية عشان نفهم.

حسان: أقولكم.. بس ما حدش يقاطعني..

الكل: اتفضل..

حسان: شوف يا سي حناوي وأنت يا عم إميل.. حاقول ليـ.ـه حانستلف رغم إن احنا معانا فلوس.

أولاً: المخاطرة بتاعتنا كملاك هاتقل وممكن نعمل مـ.ـشروع غيره كمان في مجال آخر يعني مجال تاني.. نقـ.ـوم ننوع في المخاطر.. افرض يـ.ـا أخـ.ـي لا قـ.ـدر الله المصنع اتحرق ولا فلس يبقى ضاع علينـ.ـا مليـ.ـون واحد مش اتنين.

ثانيا: المشروع ده له شخصية اعتبارية غير شخـ.ـصيتنا يـ.ـا ملاًك.. عارفين طبعا الكلام ده حكايـ.ـة الشخـ.ـصية المستقلة للمشروع.

الكل: أيوه.. عارفين.

حسان: ومدام عارفين يبقى أقولكم إن تكلفـ.ـة فلوسـ.ـنا اللـ.ـي هانحطّها في المشروع هـ.ـاتكلف أكثـ.ـر مـ.ـن اللـ.ـي هانستلفها من البنك بكثير.. يعني السلف أرخص.

إميل: إزاي بقى؟.. عاوز أعرف دا الفلوس اللي ها نـ.ـستلفها من البنك هندفع عليها فوايد وفلوسنا مـ.ـش هانـ.ـدفع عليها حاجة.

حسان: فاكرين لما قولنا إن احنا وافقنا علـ ـى المـ ـشروع ده لأنه هايحقق معدل عائد على رأس مالنا يساوي ٤٠ % هي دي بقى تكلفة رأس مالنا على المشروع لأنه لو ما حققهاش هانجيب ضلفه.. ونحط فلوسـ ـنا فـ ـي البنك تاني ونعطـ ـل مخنـ ـا، ومعنـ ـى الكـ ـلام ده إن المشروع بتاعنا علشان يخلينا نحتفظ بيـ ـه ونـ ـستمر ونفرح بيه لازم يحقق لنا علـ ـى راس مالنـ ـا ٤٠ % على الأقل وهي دي اللي اتعلمناها في الجامعة زمان اللي اسمها.. تكلفة الفرصة البديلـ ـة وطبعـ ـا انتـ ـو عايزين شرح لحكاية الفرصة البديلة دي.

الكل: أيوه طبعا.

حسان: فاكرين لما اتجوزت بنـ ـت عمـ ـي مـ ـن ١٥ سـ ـنة وحضرتوا كلكو فرحي؟

الكل: طبعا فاكرين دا كان يوم جميل.

حسان: اللي ما تعرفهوش بقى إني في أول يوم جواز قلـ ـت للمدام إن جوازتي منك دي مكلفاني مليون جنيه وهي طبعا استغربت وافتكرتني بأهرج أو اتجننت لأنهـ ـا عارفة إن الجوازة دي مكلفاني عشر تـ ـلاف جنيـ ـه

بس، المهم فضلت أكرر لها الكلام ده كل يوم لغاية لما وصلتها لدرجة النرفزة، وبعدين قررت أفهمها وجهة نظري وأكد لها إني مش مجنون ولا حاجة.

الكل: واحنا كمان عاوزين نعرف إيه الحكاية دي.

حسان: أنا يومها قلت لها إني لما جيت أفكَّر في الجواز كان قدامي بديلين اتنين؛ أتجوزها هي أو أتجوز واحدة ثانية عندها ميراث مليون جنيه وقعدت أفكر كثير لغاية ما قررت أتجوزها وأسيب التانية بمليون جنيه وعلشان كده هي تكلفتها علي عشر تلاف جنيه دفتريا أو محاسبيا يا أستاذ حسيب ولكن تكلفتها الحقيقية هي مليون جنيه وهي التضحية اللي عملتها علشان أتجوزها، وهي دي تكلفة الفرصة البديلة يا جماعة.

بسطاوي: أي والله ده كلام جميل أنا فهمت دلوقتي الحكاية.

حسان: تفتكروا يا جماعة إيه اللّي حصل أياميها بعد ما فهمتها الحكاية؟

حسين: إيه يا حسان اللي حصل؟؟

حسان: بطلت خالص أقولها الحكاية دي تاني ولقيتها بعد كام يوم بتقوللي يعني ما عدتش بتقول الحكاية اللي كنت بتقولها قبل كده.

محمود: طبعا يا سيدي ما هي فهمت إنها بتساوي عندك أكثر من مليون جنيه ولا ما كنـتش اتجوزتهـا وسـبت التانية، يعني هي غالية عندك قوي وعشان كده هي عاوزه تسمع الحكاية دي على طول.

حسان: معاك حق هو ده اللـي حـصل لكـن المهـم فـي الموضوع ده إنها فهمت إنها علـشان تحـتفظ بـي كزوج لازم تديني راحة في الجواز واستقرار يساوي على الأقل مليون جنيه ومش عشر تلاف جنيه وأنـا كمان علشان انبسط منها وما اندمش على قرار لازم ألاقي راحة واستقرار يساوي مليون جنيـه ومـش عشر تلاف جنيه ونفس الحكاية دي بالضبط تمـشي على المشروع بتاعنا ده يعني احنا كملاًك متـوقعين منه ٤٠ % على رأس مالنا فلازم يحقق لنا المعـدل ده على الأقل وإلا نطفش منه ونحـط فلوسـنا فـي مشروع تاني.

محمود: طيب والمبلغ اللّي هانستلفه من البنك هايكلفنا كـام بقى؟

حسان: حوالي ١٢ % اللي هي سعر الفايدة بتاع البنك.

محمود: كده فهمنا.. إن تكلفة رأس مالنا أعلى مـن تكلفـة السلف من البنك.

حناوي: مدام الحكاية كده أنا عارف مدير بنك قريبي ممكـن يسلفنا مليون ونصف ونحط نصف مليون بس فـي المشروع.

حسان: دلوقتي بقى قدامنا ٣ بدائل للتمويل هأقوم أكتبها على السبورة.

. يتحرك حسان ناحية السبورة ويكتب الآتي:

جدول رقم (٢)

بدائل / بيان	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
رأس المال	٢٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠
قروض	.	١٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠
إجمالي	٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠
رافعة مالية	صفر %	٥٠ %	٧٥ %

حناوي: طب يعني إيه الرافعة المالية دي؟

جميل: دي جديدة دي.

محمود: ما احنا ياما لسه هانشوف دي ورطة إيـه دي يـا ربي.

حسان: الحكاية سهلة قوي أقولّكم.. الرافعـة زمـان.. كنـا عارفين معناها إنك تقدر عن طريقها تشيل حمل ثقيل بمجهود قليل، نفس الكلام في النواحي المالية اسمها رافعة.. مالية يعني نحط فلوس قليلة ونشتغل بفلوس كثيرة يعني على حس فلوسنا نـستلف مـن البنـك علشان كده الرافعة المالية فـي البـديل الأول مـش موجودة، يعني عشان نشتغل بـ ٢ مليون جنيه لازم نحطهم كلهم أما البديل الثاني.. بمليون جنيـه بـس هانشتغل بـ ٢ مليون يعني الرافعة المالية هنـا ٥٠ %، أما البديل الثالث بنص مليون بس هنشتغل بـ ٢ مليون جنيه يعني الرافعة المالية هنـا تبقـى ٧٥ % يبقى كلامي واضح؟

الكل: تمام.. مضبوط هو كده واضح قوي.

إميل: يبقى هانختار أي بديل منهم دلوقتي؟

حسان: عاوز أقول حاجة مهمة جدا قبل ما نختـار وناخـد قرار.. عارفين إن كل ما نمشي من البديل الأول إلى الثاني إلى الثالث إيه اللي بيحصل؟

محمود: إيه يا عم حسان اللي هايحصل؟

حسان: ثلاث حاجات هاتحصل: أول حاجة مخاطرتنا كملاك هاتقل.. ثاني حاجة إن المخـاطرة الماليـة بتاعـت المشروع نفسه هاتزيد.. ثالث حاجة تكلفة التمويـل هاتقل..

جميل: عاوزين بقى نفهم لأنها تربست معايا خالص.

حسان: أقولّك يا سيدي بالنسبة لأول حاجة وهي مخاطرتنـا احنا كملاك هاتزيد كل ما كان رأسمالنا في المشروع كبير، يعني البديل الأول اللي هانحط فيه ٢ مليـون جنيه مخاطرتنا فيه هاتكون كبيرة وهاتقل طبقًا فـي البديل التاني اللي هانحط فيه مليون جنيه بس وهاتقل أكثر في البديل الثالث اللي هانحط فيه نص مليـون جنيه بس.. أظن كده مفهوم؟

الكل: تمام.

حسين: طب ما دام الحكاية كده ما تيجي نشوف بنك يـ.سلفنا الـ ٢ مليون جنيه كلهم وما نحطّش حاجة خالص.

الكل: في حالة ضحك شديد.. آه والله فكرة.

حسان: يا حسين يا جماعة الكلام ده مش ممكن يحصل لأن ما فيش بنك هايسلّف حد مـ.ـا عنـ.دوش رأس مـ.ال خالص لازم يكون فيه رأس مال على حسه يـ.سلّفنا لأنه برضه لازم يبص لمـ.صلحته وهـ.ي دي اللـ.ي اتعلمناها زمان في الكلية واللي اسمها المتاجرة على الملكية، يعني على حس رأس مالنا نستلف من البنك ونشغل فلوسه بمعدل عائد يزيد قـ.وي علـ.ى سـ.عر الفائدة نقوم ندي البنك الفوائد بتاعته والبـ.اقي يبقـ.ى ربح لنا على رأس المال.

محمود: طيب كده فهمنا الحكاية دي إوعى تنسى يا حـ.سان تقولنا على الحاجتين الباقيين.

حسان: أيوه كده انت معايا تمام.. شوف يا سـ.يدي الحاجـ.ة التانية اللي هاتحصل هي إن المخاطرة المالية بتاعت المشروع هاتزيد سهلة قوي أنت عارف يعنـ.ي إيـ.ه مخاطرة مالية الأول؟

محمود: لأ والله وأفتكر إن كلنا كده مش عارفين.

حسان: المخاطر المالية ببساطة يعني إن المشروع لما يكون فيه قروض من البنك متحدد لها من الأول شد.روط السداد وفوائد القرض ولو ما قدرش المشروع يسدد الكلام ده كله يقدر البنك يرفع قضية على الم.شروع ويشهر إفلاسه يبقى المخاطرة الماليـ.ة كـ.ده مـ.ش موجودة في البديل الأول وموجودة في البديل الثاني وموجودة أكثر وأكثر في البديل الثالث.. أمال أنـ.تم فاهمين الحكاية سهلة! ما فيش في الدنيا حاجة حلـ.وة خالص ولا حاجة وحشة خالص لازم كل حاجة ليها مزاياها وعيوبها والشاطر اللي يختار الصح. أظـ.ن كده وضحت الحكاية؟

الكل: واضحة جدا.

إميل: طيب فاضل يا حسان الحكاية الثالثـ.ة بتاعـ.ة تكلفـ.ة التمويل اللي هاتقل دي.

حسان: احنا اتفقنا دلوقتي على إن رأس مالنا تكلفته كام؟

الكل: ٤٠ %.

حسان: تمام.. طيب وتكلفة القرض بتاع البنك كام؟

إلى الفهرس

الكل: ١٢ % اللي هي سعر الفائدة.

حسان: تمام.. تعالوا بقى معايا نحسب تكلفة التمويل في كل بديل من الثلاثة.. البديل الأول تكلفة التمويل فيه ٤٠ % اللي هي تكلفة فلوسنا.. أما البديل الثـاني اللـي الرافعة المالية فيه ٥٠ % نلاقي نص تكلفتها ٤٠ % والنص الثاني تكلفته ١٢ % اللي هي سعر الفائـدة بتاع البنك. وبكده تكون التكلفة في المتوسط ٢٦ %.

جميل: حسبتها إزاي دي...

حسان: يا أخي جمعت اللتتين وقسمت مجموعهم على اتنين.

حناوي: أنا عرفت دلوقتي إن تكلفة التمويل في البديل الثالث هاتكون برضه ٢٦ % اللي هي التكلفة المتوسـطة مدام فيه رأس مال وقروض برضه.

حسان: لا يا حناوي ما ينفعش الكلام ده دلوقتي لأن الفلوس بتاعتنا واللي هانخدها من البنك مش متساوية علشان كده لازم نحسب تكلفة مرجحة.

جميل: يعني إيه بقى يا سيدي تكلفة مرجحة ونحسبها إزاي؟

حسان: شوف يا سيدي.. رأس مالنا في البديل الثالث ده نص مليون جنيه وفلوس البنك مليون ونص يبقـى رأس

مالنا مساهم بنسبة الربع يعني ٢٥ % بس وفلـوس البنك مساهمة بالباقي اللي هو ٧٥ % يبقى التكلفـة المرجحة لرأس مالنا تـساوي ٤٠ % × ٢٥ % = ١٠ % يعني تأثيرها مش هايزيد على ١٠ % وتبقى التكلفة المرجحة لفلوس البنك تساوي ١٢ % × ٧٥ % = ٩ % يعني تأثيرها مش هايزيـد علـى ٩ % وتبقى التكلفة المرجحة للفلوس كلها بتساوي ١٩ % ودي أقل من تكلفة البديل الثاني وأقل أكثر من البديل الأول.. أظن كده مفهوم؟

الكل: مفهوم تمام يا دكتور حسان.

حسين: طيب وبعدين وبعد كل ده نختار إيـه مـن البـدائل الثلاثة؟

حسان: طبعا بالنسبة لينا احنا البديل الثالث أفضل ولكنه مش كده بالنسبة للبنك ولا بالنسبة للإدارة اللـي هاتـدير المشروع ولكن الحكاية مش بالبساطة دي الموضوع الحاكم هنا هو مستوى إيرادات المشروع المتوقعـة هل هاتكون كبيرة ولا لأ؟ وهـي دي فـي الحقيقـة اسمها مخاطرة الأعمال واللي معناها درجة استقرار

الإيرادات وحجمها وده موضوع عاوز دراسة كبيرة فإذا كانت إيرادات المـ.شروع كبيـ.رة ومـ.ضمونة هاتكون مخاطرة الأعمال قليلة وممكن هنـ.ا يتحمـ.ل المشروع مخاطرة مالية كبيرة يعني ممكـ.ن نختـ.ار البديل التاني أو حتى التالت.. أما إذا كانت إيـ.رادات المشروع قليلة وغير مضمونة هـ.اتكون مخـ.اطرة الأعمال كبيرة ولازم تتزل من المخـ.اطرة الماليـ.ة ونختار البديل الأول أو الثاني بالكثير.. أظـ.ن كـ.ده مفهوم؟

جميل: مفهوم جدا..

حسين: أظن ممكن نحدد ونختار دلـ.وقتي هيكـ.ل التمويـ.ل المناسب؟

حـ.سان: أعتقد مبدئيا أن البديل الثاني اللي الرافعة المالية فيه ٥٠ % مناسب مبدئيا لغاية ما نتأكد ويعتبر ده قرار مبدئي.

حسيب: طالما وصلتوا للقرار ده أطلـ.ع أمـ.ارس وظيفتـ.ي وأسجله على السبورة.

حسيب يتجه إلى السبورة ويكتب الآتي:

جدول رقم (٣)

أصول	خصوم
	رأس مال ١٠٠٠٠٠٠ جنيه
	قروض ١٠٠٠٠٠٠ جنيه ١٢ %
٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠

حسان: كده نكون انتهينا من أهم قرار وهو قـرار صـناعة هيكل التمويل الأمثل اللي سجله حسان فـي الجنـب الشمال من الميزانية وكمان عرفنا تكلفـة التمويـل بتاعته وهي ٢٦ % اللي هي التكلفة المرجحة.

إميل: هانستخدم الـ ٢٦ % دي بعد كده يا حسان؟

حسان: طبعا هانستخدمها بشكل عملـي لمـا نـشتغل فـي موضوع الاستثمار لأن الـ ٢٦ % دي هاتكون الحد الأدنى من معدل العائد على اسـتثمارات المـشروع بتاعنا ولا يمكن نقبل استثمار أي مليم بأقل من كده.

محمود: أظن كده خلصنا كل القرارات اللي عايزين ناخدها؟

حسان: والله لسه قرار واحد بس نخلص منه وخلاص إيـه رأيكم؟

الكل: أيوه ماشي فات الكثير وما بقى إلا القليل.

إميل: اتفضل يا حسان.

الخلاصة العلمية:

الواقع أن قرار تحديد واختيار هيكل التمويل الأمثل للمشروع موضع الدراسة يعتبر من القرارات المالية الهامة والمرتبطة بجانب التمويل حيث يرتبط اصطلاح هيكل التمويل Financing structure بالجانب الأيسر من الميزانية العمومية، حيث يعني وصفًا تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة لجملتها، وبمفهوم أكثر تحديدا لهيكل التمويل أنه يعبر عن الخليط التمويلي لمختلف مصادر التمويل المتاحة والتي بموجبها يتم تمويل استثمارات المشروع الكلية والمدونة بالجانب الأيمن من الميزانية العمومية.

ونظرا لأن موضع هيكل التمويل سيتم تناوله بشكل مفصل في هذا الكتاب فسوف نوجز خلاصتنا العلمية لهذا الموضوع في النقاط التالية:

١- أنه على الرغم من قناعتنا بعـدم التواجـد العملـي لهيكل التمويل الأمثل في المشروعات إلا أنه يمكـن تعريفه نظريا بأنه ذلك الخليط التمويلي الذي يحقـق في ذات الوقت كل النتائج الإيجابية التالية:

١/ ١: يخفض المخاطرة المالية إلى أدنى حد ممكن.

١/ ٢: يخفض التكلفة المرجحة للتمويل إلى أدنـى حـد ممكن.

١/ ٣: يتوافق تماما مع هيكل استثمارات المنشأة من حيث آجال استحقاق مصادر التمويل وطول مدة الاستثمار.

١/ ٤: يعظم الأرباح القابلة للتوزيع.

١/ ٥ : يعظم قيمة المشروع من خـلال تعظـيم القيمـة السوقية لأسهمه العادية.

٢- أن اصطلاح الهيكل التمويلي يرتبط بشكل مباشـر باصطلاحي الرافعة المالية Financial leverage والمتاجرة Trading on equity من حيث كونهما يعبران عن درجة الاعتماد على التمويل بالديون في تمويل الاستثمارات.

إلى الفهرس

٣- أن اختلال الهيكل التمويلي لا يـرتبط بالـضرورة بزيادة الرافعة المالية أو المبالغة في الاعتماد علـى التمويل بالديون كما هو شائع عند غير المتخصصين وبعض المتخصصين، حيث تؤكد على أن الاستخدام الفعال للديون والمتمثلة في:

٣/١: إمكانية الوفاء بها دون وقوع المشروع في دائـرة الحرج المالي أو العسر المالي الفني.

٣/ ٢: الاستخدام الفعال للديون والذي نطلق عليه علميـا المتاجرة الإيجابية على الملكية والذي يعني ببساطة اسـتثمار الديون لتحقق معدل عائد على الاستثمار أعلى مـن سـعر فائدتها حيث يعود الفرق إلى ملاك المشروع ليـساهم فـي تعظيم ثروتهم.

٤- أن تكلفة التمويل بـرأس المـال المملـوك أعلـى وبالضرورة من تكلفة التمويل بالديون وذلك علـى الرغم من أن التمويل بالملكيـة أقـل عبئـا علـى المشروع (أقل خطرا) من التمويل بالديوان.

٥- تتخفض التكلفة المرجحة للتمويل بزيـ.ادة اسـ.تخدام الرافعة المالية في الوقت الذي تزيد فيه المخـ.اطرة المالية وتتخفض مخاطرة المساهمين.

٦- إن الاعتبار الأساسـ.ي والحـ.اكم لتكـ.وين المـ.زيج التمويلي الملائم للمشروع بشكل معين هو مـ.ستوى إيرادات المشروع المتوقعة والتي تعكس ما يـ.سمى بمخاطرة الأعمال والتي تزيد درجتها بانخفاض قيمة الإيرادات وعدم استقرارها وتتخفض درجتها بزيادة قيمة الإيرادات واتسامها بالاستقرار، الأمـ.ر الـ.ذي يعني أن انخفاض درجة مخاطرة الأعمـ.ال يمكـ.ن المشروع من تكوين مزيج تمويلي يحمـ.ل درجـ.ة مرتفعة من المخاطرة المالية والعكس صحيح.

صناعة قرارات الاستثمار:

حسان: الحقيقة القرار اللي فاضل هو قرار الاستثمار.

محمود: هو مش احنا انتهينا مـ.ن القـ.رار ده وسـ.جله الأخ حسيب في مجموع الميزانية قبل كده.

حسان: لا يا سي محمود القرار اللي قصدك عليه كان بتـ.اع تحديد حجم الاستثمارات الإجمالية المطلوبة للمشروع

إلى الفهرس

واللي حددناها بـ ٢ مليون جنيه وسـجلها حـسيب
ولكن اللي احنا فيه دلوقتي هي مشكلة توزيع المبلـغ
ده على الأصول الثابتة والأصول المتداولة.

جميل: يعني إيه يا حسان أصول ثابتة وأصول متداولة.

حسان: أقولك يا سيدي!! أنـت العربيـة أو الـسيارة اللـي
بتركبها علشان تروح شغلك وتقضي مصالحك هـل
أنت جايبها تتاجر فيها؟

جميل: لا طبعا.

حسان: علشان كده هي بالنسبة ليك أصول ثابتة يعني طاقـة
إنتاجية بتستخدمها في شغلك الأساسي في المستشفى
والزباين ومش جايبها لغرض البيع.. وكمان البيـت
بتاعك والأثاث اللي فيه كل دي أصول ثابتة.. أمـا
العربية دي نفسها عند تاجر السيارات أصول متداولة
وعفش بيتك عند بتاع الموبيليا أصول متداولة. أظن
فهمت يا جميل.. إذا كنت أنا نفسي فهمت.

الجميع يضحكون.

إميل: كفاية ضحك يا جماعة كمل يا أستاذ حسان.

حسان: طبعا يا أستاذ إميل المشروع بتاعنا ها يكـون فيـه أصـول ثابتـة زي الأراضـي والمبـاني والآلات والمعدات والسيارات.. الخ.

إميل: طبعا.

حسان: طبعا هاتسألني يا أستاذ إميل عن الأصول المتداولـة أقولك يا سيدي. بالنسبة ليك الأصول المتداولة هـي الفلوس النقدية إللي معاك في جيبك وفي بيتك وفـي البنك وكمان أي فلوس ليك عند أي حد ومـضمون تأخذها قبل مرور سنة، وكمان أي استثمارات فـي الأسهم والسندات تكون اشتريتها وممكن تتـصرف فيها في أي وقت ومن غير ما تخـسر فيهـا. أمـا بالنسبة للمشروع بتاعنا هاتكون الأصول المتداولـة فيه هي النقدية اللي في الخازنة واللـي فـي البنـك وكمان أي فلوس للمشروع عند الزباين اللي أخـذوا ملابس جاهزة بالأجـل.. وكمـان كـل البـضاعة الموجودة في المخازن وجاهزة للبيع وكمـان كـل المواد الخام ومستلزمات الإنتاج اللي موجـودة فـي المخازن يعني كل ده بياخد صورة النقدية وأي حاجة

ثانية ممكن تتحول إلى نقدية في مدة لا تزيد على سنة.

محمود: طيب احنا فهمنا دلوقتي تقصد إيه بالأصول الثابتة والمتداولة لسه فيه مشكلة تأني؟

حسان: احنا لسة في المشكلة اللي فتحناها وهي إزاي توزع الـ ٢ مليون جنيه على الأصول الثابتة والمتداولة في المشروع بتاعنا ده بتاع الملابس الجاهزة؟

الكل: أيوه صحيح.. إزاي نوزعها بقى..؟

حسان: الحقيقة أنا عاوز أقول لكم إن الأصول الثابتة بنسميها الاستثمارات طويلة الأجل والأصول المتداولة اللي بندلّعها ونسميها رأس المال العامل، وبنسميها الاستثمارات قصيرة الأجل، والعلم بيقول إننا هنعمل مشروع صناعي يبقى لازم الأصول الثابتة تاخد نصيب الأسد من الفلوس كلها والأصول المتداولة أو رأس المال العامل ياخد نصيب أقل، يعني نحط في الأصول الثابتة مليون ونص مثلاً ونحط في الأصول المتداولة نص مليون بس، وبكده يبقى قرار مالي سليم؛ لأنه بيمشي مع طبيعة النشاط الصناعي. وانتو

عارفين إن المشروع التجاري ممكن يتعمـ.ل علـ.ى الرصيف، يعني لازم تكون أصوله المتداولة واخـ.دة نصيب الأسد والأصول المتداولة نص مليـ.ون بـ.س وكده يبقى قرار مالي سليم لأنه بيمشي مـ.ـع طبيعـ.ة النشاط الصناعي. وانتـ.و عـ.ارفين إن المـ.شروع التجاري ممكن يتعمل على الرصـ.يف يعنـ.ي لازم تكون أصوله المتداولة واخدة نصيب الأسد والأصول الثابتة واخدة نصيب قليل زي معـ.رض العربيـ.ات والسوبر ماركت ومعرض الموبيليا.

حسيب: خلصت المشكلة دي يا حسان وبقت في حكم القرار؟

حسان: أيوه طبعا. بس لسه عاوزين نتأكد منها.

حسيب: طيب هأقوم أمارس وظيفتي وأسجل القرار ده على السبورة.

حسيب: يتجه إلى السبورة ويكتب الآتي:

جدول رقم (٤)

أصول	خصوم
١٥٠٠٠٠٠ أصول ثابتة	رأس مال ١٠٠٠٠٠٠ جنيه
٥٠٠٠٠٠ أصول متداولة	قروض ١٠٠٠٠٠٠ جنيـ.ه

(رأس مال عامل)	١٢ %
٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠

حسين: أظن كده احنا خلّصنا الموضوع كله.

حسان: لسه حتة صغيرة هي توزيع الأصول الثابتـة اللـي أخذت مليون ونص، على الأراضي كام والمباني كام والأثاث كام والآلات كام وكمان النص مليون بتـاع الأصول المتداولة يتوزع إزاي على النقدية والمدينين بتوع المشروع إذا كنا ناويين نبيع لهم بالأجل وكمان على المخزون بتـاع المـشروع وكمـان إذا كنـا هانشتري أوراق مالية ولا لأ وبكام؟

الخلاصة العلمية:

يقصد بقرارات الاستثمار تلك القرارات المالية المتعلقـة بكل مما يلي:

١- توزيع مبلغ الاستثمار الإجمالي والذي تحـدد مـن خلال نتائج الدراسة الفنية للمشرع على كـل مـن الاستثمارات الدائمة والمرتبطة محاسبيا بالأصـول الثابتة وما يلزمها مـن رأس مـال عامـل دائـم

لأغراض التشغيل وعلـى الاسـتثمارات المؤقتـة والمرتبطة محاسبيا بالأصـول المتداولـة أو رأس المال العامل Working capital وهو الأمر الذي يحكمه وبالضرورة طبيعـة النـشاط الاسـتثماري للمشروع.

٢- توزيع المبلغ المخصص لكـل مـن الاسـتثمارات الدائمة والاستثمارات المؤقتة على العناصر المكونة لكل منهما، هذا بالإضافة إلـى القـرارات الماليـة الخاصة بالإدارة الفعالة لكل من المجموعتين وكذلك لكل عنصر من عناصرها الفرعية بالـشكل الـذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المشروع.

بسطاوي: يا أستاذ حسان هو كل اللي احنـا عملنـاه لغايـة دلوقتي مش اسمه دراسة الجدوى الاقتصادية اللـي بيعملوها واللي بنسمع عنها.

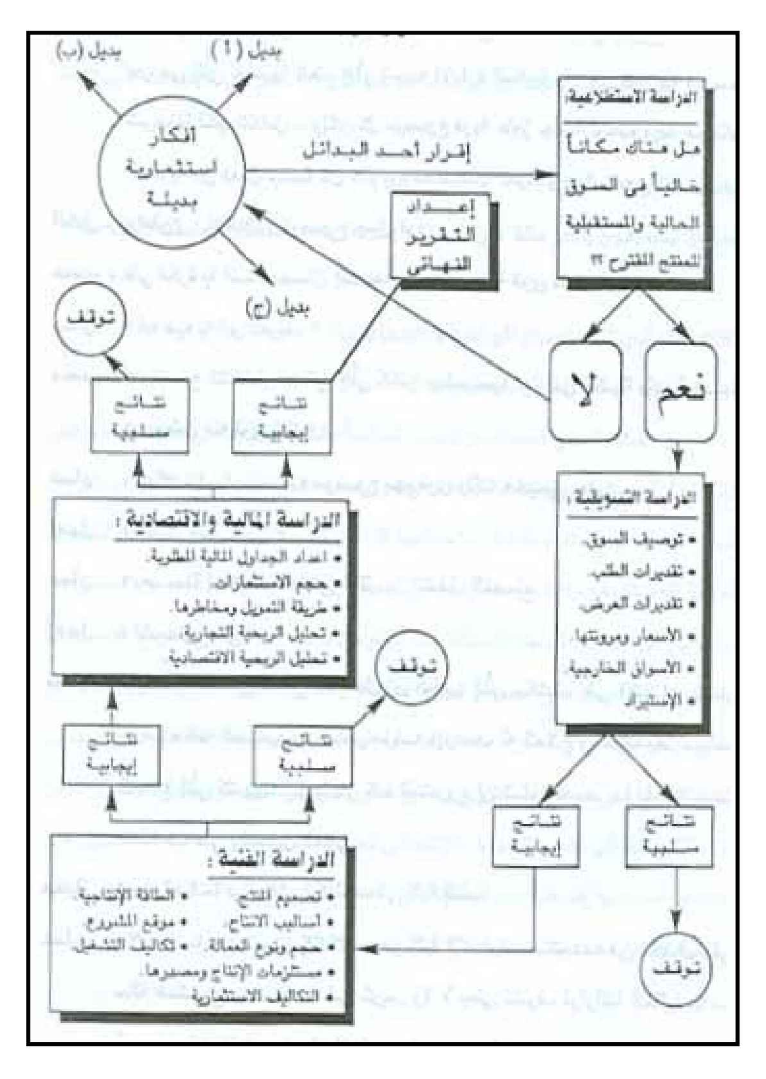
حسان: الحقيقة كل اللي عملناه ده اسـمه دراسـة الجـدوى المبدئية اللي بنعملها بنفسنا ومدام إديتنا نتائج كويسة يبقى من بكرة نروح لمكتب استشاري علشان يعمـل لنا دراسة الجدوى الاقتصادية اللي بحق وحقيق.

حسيب: ممكن يا أستاذ حسان تدينا فكرة سريعة عن دراسـة الجدوى الاقتصادية اللي بحق وحقيق دي؟

حسان: ممكن جدا.. تعالوا بينا نبص مع بعض على الـشكل التالي اللي بيوضـح دراسـة الجـدوى ومراحلهـا المتتابعة.

الكل: يا ريت!!

شكل رقم (١)



إلى الفهرس

حسان: وقبل ما نمشي يا جماعة أحب أقول لكم إن كل المواضيع اللي اتكلمنا فيها دي هي نفسها العلم اللي اسمه الإدارة المالية وأنا من غير ما تحسوا شرحتها لكم بالكامل.. ولكن كل موضوع فيها عاوز جلسة لوحده وإذا عجبتكوا الحكاية دي نعمل جلسة كل كام يوم نخصصها لموضوع نشرحه بالتفصيل.

الكل: موافقون.. اتفقنا ده موضوع جميل قوي.

حسيب: على فكرة يا أستاذ حسان إنت نسيت حاجة مهمة قوي متكلمتش فيها.

حسان: إيه هيه يا أبو العريف؟

حسيب: موضوع التحليل المالي اللي كانوا بيشرحوه لينا في الكلية وكنا أياميها مبسوطين منه قوي فاكر؟

حسان: معاك حق يا حسيب ده موضوع مهم قوي ولكنه هاييجي بعدين.

إميل: بعدين إمتى يعني؟

حسان: بعد سنة إن شاء الله على الأقل من تشغيل المصنع.

إميل: إشمعنى يعني؟؟

إلى الفهرس

حسان: علشان التحليل المالي ده عامل زي الطبيـب اللـي بيكشف على الإنسان علشان يعرف حالته الـصحية ويشخص مرضه ويوصف له العلاج ويشوفه بعد ما يأخذ العلاج اللي كتبهوله. وعشان كده المشروع إن شاء الله بعد ما يشتغل بسنة هانكشف عليه بالتحليـل المالي.

جميل: بس احنا ما درسناش الكلام ده في كلية الطب.

حسان: لا.. احنا هنا بندرس الكلام ده فـي كليـة التجـارة ونستخدمه في الكشف على حالة المشروع ونشوفه ما شي كويس ولا لأ، يعني نشوف قراراتنـا الماليـة بتاعت التمويل والاستثمار سليمة ولا لأ.. وهل هي وصلت بالمشروع بتاعنا لأنه يعظم أو يكبر الثـروة بتاعتنا ولا لأ.. وإذا كـان لأ.. نعـرف الأسـباب ونعالجها.. أظن كده نقوم نروح ونتقابل إن شاء الله إذا كان فيه عمر في الجلسات اللي اتفقنا عليها.

الكل: إن شاء الله.

الجميع ينصرفون وفي حالة من الارتيـاح والرضـا وفـي انتظار الجلسات القادمة.

الفكر المالي المعاصر والوظيفة المحاسبية:

١ . مضمون الفكر المالي المعاصر:

إن الفكر المالي المعاصر يتميز أساسا بالشمولية؛ بمعنـى الاهتمام بجانبي الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد، الأمر الذي يعني الاهتمام بكل من تدبير الأموال ثـم الاهتمام بكيفية استخدامها، كل ذلك وصـولاً إلـى تحقيـق المنشأة لنتائجها المالية المستهدفة وذلك من خـلال تحقيـق معدل ربحية مرتفع للمساهمين تتماشى مـع توقعـاتهم مـن الفرص البديلة المماثلة مما يرفع مـن قيمـة المنـشأة فـي نظرهم؛ الأمر الذي يجعل من الحصول على مصادر تمويل مملوكة إضافية – سواء بطرح أسـهم جديـدة أو باحتجـاز أرباح – أمرا ميسورا، هذا بالإضافة إلـى تـوفير الـسيولة المناسبة مما يضمن للمنشأة البقاء في ميـدان الأعمـال دون حرج مالي ودون الوصول إلى مرحلة الفشل المـالي، هـذا بالإضافة إلى تدعيم الموقف الائتماني للمنـشأة مـن خـلال إمكانية الحصول على مصادر استدانية إضافية عند الحاجـة إلى ذلك، مع تزايد العناية بمتابعة الموقف المـالي للمنـشأة بصفة مستمرة لمحاصرة أي خلل تحدده تلك المتابعة.

٢ . أهـم الفـروق الجوهريـة بـين الوظيفـة الماليـة والمحاسبية:

الواقع أن الفكر المالي المعاصر يدور حول نقطة ارتكاز جوهرية والتي تتمثل في عملية صناعة القـرارات الماليـة الرشيدة والتي تعكس أثرها المباشر في تحقيق كل ما يتعلـق بتفصيلات النتائج المالية، حيث إن القرارات الماليـة تتعلـق بكل من التمويل والاستثمار، ومن هنا يمكن التأكيـد علـى الاختلاف الجوهري بين كل من الوظيفة الماليـة والوظيفـة المحاسبية، حيث من الواضح أن الوظيفـة الماليـة والتـي تتعامل مع المستقبل من خلال عملية اتخاذ القرارات الماليـة المدروسة لكل من التمويل والاستثمار مع اهتمامها الكامـل بتحقيق مجموعة من الأهـداف الماليـة مـن خـلال تلـك القرارات، في حين أن الوظيفة المحاسـبية تعتبـر وظيفـة تسجيلية بالدرجة الأولى توجه اهتمامها نحو استخدام المفاهيم والنظم المحاسبية والتكاليفية، والتي من خلالها يمكن الوقوف مع مدى سلامة المركز المالي للمنشأة.

ويصبح واضحا الآن أن قائمة المركز المالي التـي تعـد محاسبيا في نهاية السنة المالية يعكس جانبها الأيـسر وهـو

الخصوم بالمفهوم المحاسبي أرصدة المنشأة تجاه مـ.ساهميها ودائنيها لحظة إعداد تلك القائمة والتـ.ي تعكـ.س القـ.رارات التمويلية في حين يعكس جانبهـ.ا الأيمـ.ن وهـ.و الأصـ.ول بالمفهوم المحاسبي أرصدة ممتلكات المنـ.شأة مـ.ن مختلـ.ف الأصول والتي تعكس القرارات الاستثمارية وأيـ.ضا ومـ.ن خلال القوائم المالية الأخرى وهي حساب الأرباح والخسائر وحساب المتاجرة والعمليات الجارية فتعكس النتائج النهائيـ.ة التي وصلت إليها المنشأة في نهاية العام، ولا يفوتنا في هـ.ذا المجال أن نوجه الانتباه إلى اهتمام الفكر المـ.الي المعاصـ.ر بالعديد من المجالات التي أهملت فـ.ي المراحـ.ل التاريخيـ.ة السابقة ونحصرها فيما يلي:

٢/ ١ الاهتمام بالتحديد الدقيق للأهـ.داف الماليـ.ة للمنـ.شآت باختلاف نوعياتها.

٢/ ٢ الاهتمام باستحداث نظريات علميـ.ة لتكـ.ون الخلـ.يط التمويلي وحصر العوالم المختلفة التي يجب أخذها في الاعتبار عند إقرار خليط تمويلي معين، مع ترك الباب مفتوحا لإمكانية تعديله مستقبلاً إذا ما كانـ.ت هنـ.اك حاجة لذلك.

٢/ ٣ الاهتمام بتكلفة التمويل التي تتحملها المنـ.شأة مقابـ.ل احتفاظها بالخليط التمويلي وذلك مـ.ن حيـ.ث ظهـ.ور العديد من النظريات التي تحكم تلك التكلفة مع تحويلها إلى مفهوم عملي وذلك باستخدامها كمعـ.دل للخـ.صم ممثلاً للحد الأدنى من معدل العائد علـ.ى الاسـ.تثمار الواجب تحقيقه من استثمارات المنشأة المختلفة.

٢/ ٤ الاهتمام بمجال تقويم الأوراق المالية لما لها من أثـ.ر واضح على قرارات تدبير الأموال واستثمارها.

٢/ ٥ الاهتمام باستحداث أساليب جديدة للتحليل المالي وتعدد استخداماته العملية.

ومن الواضح الآن أن تركيز الفكر المالي المعاصر يتجه نحو عملية اتخاذ القرار أو التوصية باتخاذ قرار، حيـ.ث إن الطبيعة المميزة لنشاط المدير المالي هو أن الجزء الفكـ.ري فيه أكبر بالضرورة من الجزء الإجرائي، وإذا كـ.ان الأمـ.ر عكس ذلك بزيادة الجزء الإجرائي عن الجزء الفكري، فـ.إن الأمر هنا سيتعلق بنشاط مدير الحسابات وليس المدير المالي، حيث إن المدير المالي الذي يغلـ.ب علـ.ى نـ.شاطه الجـ.زء

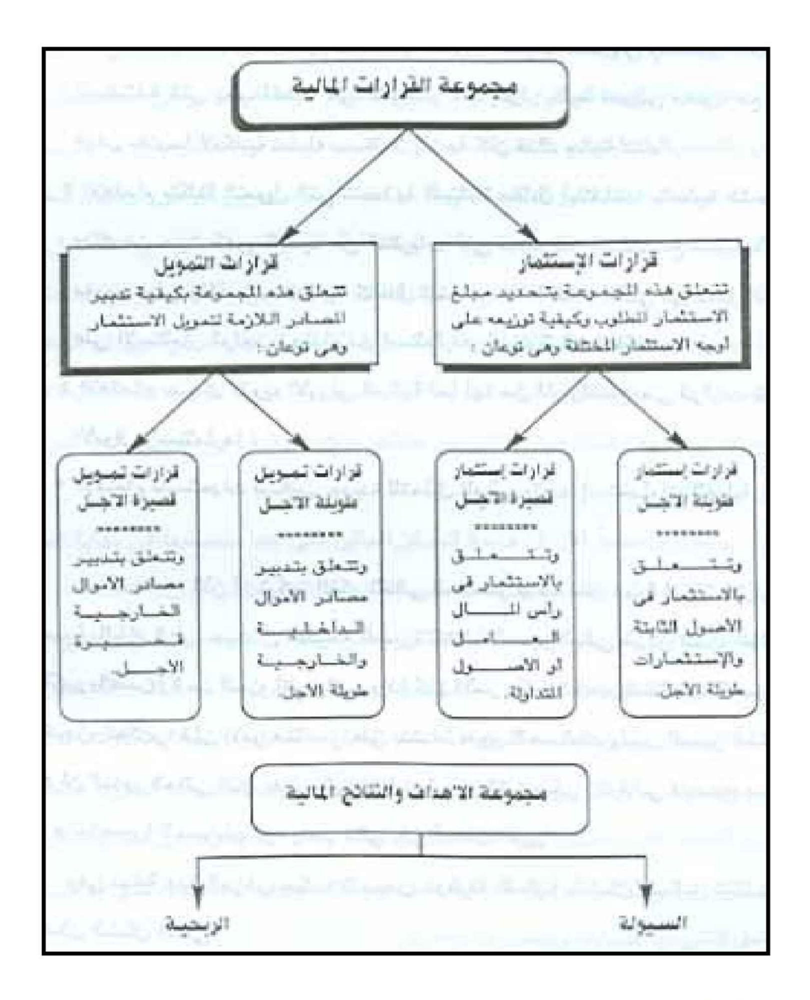
إلى الفهرس

التسجيلي والرقابي لا يصبح مـ.ديرا ماليـ.ا وإنمـ.ا مـ.ديرا للحسابات أو مراقبا ماليا على أحسن تقدير.

وفي نهاية هذا العرض يمكننا تلخيص الوظيفـ.ة الماليـ.ة بالشكل السابق توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٢)

بيان بمكونات المركز المالي



إلى الفهرس

الفصل الثاني

الأصول العلمية لصناعة قرارات التمويل

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى تنميـة معرفـة ومهـارة القـارئ المرتبطة بصناعة القرار التمويلي السليم والذي يؤدي إلـى تعظيم قيمة المنشأة، وذلك من خلال الإلمام بمصادر التمويل المتاحة وتحديد طبيعة كل منها بالإضافة إلى تحديد العوامـل المؤثرة في تكوين واقتناء هيكل تمويلي سليم، وسوف يلاحظ القارئ أن اهتمامه بالفصل السابق (الأول) سوف ييسر مـن مهمته في استيعاب محتويات هذا الفصل.

والواقع أن محتوى ومضمون هذا الفصل يهدف إلى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام بمصادر التمويل المتاحة بآجالهـا المختلفـة (طويلة . متوسطة . قـصيرة الأجـل) وتحديـد الطبيعة الخاصة المميزة لكل منها.

٢- الإلمام بمفاهيم الهيكلة المالية المتعددة وذلـك فـي اتجاه عدم الخلط الشائع فيما بينها.

٣- الإلمام بالعوامل المؤثرة في تكوين المزيج التمويلي وذلك في اتجاه السيطرة عليهـا لتكـوين الهيكـل التمويلي الملائم.

أولاً: الإطار العام لمصادر تمويل المشروعات:

نعرض فيما يلي لمصادر التمويل المتاحة:

أ . مصادر التمويل طويل الأجل:

. حقوق الملكية:

. رأس المال:

يعتبر رأس المال المصدر الأساسي في بداية حياة المنشأة ويمثل أهم مصدر للتمويل طويـل الأجـل سـواء بالنـسبة للمشروعات الفردية أو شركات الأشخاص، وبالطبع فإنه في حالة المشروع الفردي فإن مالكه هو الذي يقدم رأس المـال بكامله. في حين أن الشركاء هم الذين يساهمون فـي تقـديم رأس المال كل حسب حصته المقررة وذلك بالنسبة لشركات الأشخاص والشركات ذات المسئولية المحدودة. أما بالنـسبة للشركات المساهمة فهي الأكثر قدرة علـى تجميـع رؤوس الأموال حيث يقسم رأس المال إلى عـدد مـن الحـصص

المتساوية لا تقل كل منها عن قيمة معينة، ويطلق عليها لفظ "الأسهم العادية" وهي تمثل شهادات ملكية لحائزيها، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام أو الخاص وفقًا للظروف والقيم.ة التي يحملها السهم فور إصداره تسمى بالقيمة الاسمية وه.ي تختلف عن القيمة السوقية له والتي تتحدد وفقً.ا لتف.اعلات عوامل العرض والطلب في أس.واق رأس الم.ال، كم.ا أن القيمة الاسمية تختلف عن القيمة الدفترية في أن الأخيرة تأخذ في حسابها تأثيرات الأرباح المحتجزة أو الخسائر المرحل.ة على رأس المال، فتصبح القيمة الدفتري.ة معادل.ة للقيم.ة الاسمية بعد تعديل الأخيرة بنتائج النشاط من خسائر مرحل.ة أو أرباح محتجزة، هذا ويلاحظ أن الشركة قد لا تطرح رأس المال المصرح به كاملاً للاكتتاب، وإنما قد تتطلب ظروفه.ا طرح جزء منه فقط يسمى حينئذ برأس المال المصدر كما قد تقوم الشركة بإعادة شراء بعض الأسهم ال.سابق إص.دارها لسبب أو لآخر، وهي التي يطل.ق علي.ه ال.بعض الأس.هم المستردة، وتسمى الأسهم المتبقية بعد ذل.ك ب.رأس الم.ال المتداول. هذا وقد تقوم الشركة بتحصيل قيمة الأسهم بالكامل أو على دفعات وفقًا لمتطلبات موقفها المالي، ونجد هن.ا أن

إلى الفهرس

القيمة الدفترية للسهم تختلف عن قيمـة تـصفيته أو إسـالته Liquidatin value فإذا ما كانت القيمة الدفتريـة للأسـهم العادية تساوي مجموع حقوق الملكية بالمنشأة مستبعدا منهـا القيمة الاسمية للأسهم الممتازة المتداولة، وبقسمة الناتج على عدد الأسهم العادية المتداولة نحصل على القيمـة الدفتريـة للسهم العادي الواحد.

ومن الناحية النظرية البحتـة يجب أن تتـساوى القيمـة الدفترية للسهم العادي مع القيمة الناتجة من تـصفيته، إلا أن ذلك لا يحدث غالبا في الواقع العملي، نظـرا لأن تـساوي القيمتين يقوم على فرض أساسي يتمثل في إمكانيـة تـصفية أصول المنشأة وفقًا لنفس القيم الدفترية الواردة في كـشوفها المالية، وعلى ذلك إذا كانت تكاليف التصفية مرتفعـة فـإن النتيجة المنطقية ستكون انخفاض قيمة التصفية للـسهم عـن قيمته الدفترية وهو الأمر الأكثر شـيوعا بالنـسبة لغالبيـة الشركات، في الوقت الذي يجب فيه أن تزيد قيمة التـصفية على القيمة الدفترية بالنسبة للسهم العادي، إذا كانت المنـشأة تحتفظ ببعض الأصول مثل الأراضي بقيم دفترية أقل نـسبيا من قيمتها السوقية. وفي حالة التصفية فإن حملـة الأسـهم

العادية لا يستطيعون الحصول على حقوقهم من الأصول إلا بعد الوفاء بمتطلبات أصحاب الأسهم الممتازة.

هذا ويتمتع صاحب السهم العادي بمجموعة من الحقوق نذكر أهمها فيما يلي:

- حق التصويت.
- حق الأولوية في شراء الأسهم.
- حق التفويض.
- حق الاطلاع على الدفاتر.
- الحق في الحصول على دخل.

التمويل الذاتي:

يقصد بالتمويل الذاتي الأرباح المحتجزة والاحتياطيات التي تقوم الشركة بتكوينها، وبمعنى آخر فإنه يعني الأموال المتولدة من خلال ممارسة النشاط الخاص بالمنشأة والتي لم يتم توزيعها على أصحاب المنشأة، هذا ويعتبر التمويل الذاتي مصدرا هاما لتمويل الاحتياجات الاستثمارية بالمنشأة. كما أن الأرباح المحتجزة مع احتياطيات الاستهلاك بمثابة المصدرين الأساسيين للأموال المتولدة داخليا، وفي الواقع فإن الأرباح

إلى الفهرس

المحتجزة والاحتياطيات تثير بعض الجدل فـي الاسـتخدام يتمثل في الآتي [1]:

أ) يلزم التفرقة بين الاحتياطيات والمخصصات، باعتبار أن الاحتياطيات عبارة عن أرباح غير موزعة تقابلها زيادة في قيمة الأصول ومن ثم تدخل ضمن مكونات حقوق الملكية، في حين أن المخصصات تعبر عـن مبالغ تستنزل من الأرباح لمواجهة النقص في قـيم الأصول أو لمواجهة التزامات لم تتحدد قيمتهـا وإن كانت مؤكدة الوقـوع وتوزيـع مـا يقابـل هـذه المخصصات من أرباح على أصحاب المشروع إنما يعني توزيعا لجزء من رأس المال ولذا فهو يعتبـر إجراء غير قانوني.

ب) أن تكوين الاحتياطيات لا يتم إلا بعد تحقق الأرباح، ولذلك فهي تعتبر تصرفاً في الربح وليست تحمـيلاً عليه، ويتم تكوينها وفقاً لرغبة أصحاب المنـشأة أو نزولاً على نصوص قانونية، وهي عموما تـستهدف

1-kroncke, Nemmers, Grunewald; **Managerial Finance essentials**, 2nd ed. New York, West Pub co. 1978, p. 358.

إلى الفهرس

تـدعيم المركـز المـالي للمنـشأة فـي حـين أن المخصصات يتم تكوينها بصرف النظر عن تحقيـق أرباح من عدمه، فينظر إليها باعتبارها تحميلاً على الربح يجب احتسابه قبل التوصل إلى نتيجة الأعمال.

ج) يمكن تقسيم الاحتياطيات إلـى احتياطيـات سـرية وأخرى ظاهرة، أما السرية، فتتخذ عدة صور منها:

- المغالاة في استهلاك الأصول الثابتة.
- التحفظ الشديد في تقويم الأصول المتداولة.
- معالجة المصروفات الرأسمالية باعتبارها مصروفات إيرادية.
- المغالاة في تقدير الخصوم والمغـالاة فـي تكـوين المخصصات.

ويلاحظ أن النتيجة المباشرة لهذه الممارسات هي إظهـار الأرباح المحققة بأقل من قيمتها الحقيقية والاحتفاظ بـالفرق ضمن الاستثمارات الداخلية بالمنشأة، ومهما تكن دوافع هـذه الممارسات فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يعتبـر معيبـا وغير مقبول وتحرمه بعض الدول حيث إنه يعطي فرصـة واسعة للإدارة لإمكانية التلاعب، وعلى الأخص أن التعرف

على الاحتياطيات السرية لا يتأتى من خلال فحص الكشوف المالية وحدها وإنما يستدعي جهدا كبيرا في ميدان المراجعة، ومن ناحية أخرى فليس هناك ما يمنع الإدارة من اسـ.تغلال هذه الاحتياطيات السرية في بعض المضاربات التي تخـ.رج عن أهداف المنشأة، كما قد تستخدمها في محاولـ.ة تـ.سوية خسائرها الحقيقية بعد ذلك. أما الاحتياطيات الظـ.اهرة فهـ.ي تتمثل في صور: الاحتياطي القانوني والاحتياطيات النظامية التي تقرها الجمعية العمومية للشركة وما إليها.

د) أن عملية احتجاز قدر من الأرباح هي أحد جـ.انبي استراتيجية التوزيع، حيث إن سياسة التوزيع تتصل بقرار توزيع المكاسب أو احتجازها لإعادة استثمارها في نفس المنشأة وتتأثر سياسة التوزيع بالعديد مـ.ن العوامل والتي نذكر أهمها فيما يلي [١]:

- في اتجاه حماية مصالح الـ.دائنين وحملـ.ة الأسـ.هم الممتازة، قد تفرض القوانين بعـ.ض القيـ.ود علـ.ى سياسة التوزيع مثل:

---

1 – E. F. Brigham, **Financial management**, Theory and praetice, the Dryden Press, 1977, p. 675.

- عدم إجراء أي توزيعات إذا كانت الشركات تعـانى من عسر مالي، أو التأكد مـن هـذه التوزيعـات لا يترتب عليها تخفيض القيمة الاسمية لـرأس المـال وأنها تتم من خلال أرباح فعلية حققتها الشركة.

ولذلك فإن توزيع الأرباح يتطلب تحديـدا دقيقـًا لمقـدار الأرباح المحققة خلال فترة زمنية معينة، مع التثبت مـن أن هذه الأرباح قد تحققت بالفعل.

- قد تفرض القوانين نمطًا معينًا لكيفية التصرف فـي توزيع الأرباح.
- تتطلب سياسة التوزيع ضرورة مراعاة الاعتبـارات المالية المتمثلة في مراعاة مركز السيولة، حيـث إن الحكم على مقدرة المنشأة على دفع توزيعات نقديـة للملاك لا يتوقف على الأرباح المحققـة . والتـي غالبا لا تكون في صورة نقدية . بل الأمر يـستلزم دراسة المركز النقدي بالمنشأة. ونجد أن المشروعات التي تتجه نحو تسديد ديونها بصورة شاملة أو تلـك التي تتصف بمعدلات نمو عالية أو التـي تتعـرض لتقلبات دورية عنيفة، هذه جميعها تميل إلى احتجـاز

إلى الفهرس

الأرباح وتقليل التوزيعات لتدعيم مركز السيولة بهـا

مراعاة لاعتبارات النمو، حيث يزداد الاتجـاه نحـو احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها على المـساهمين. كلما كانت الشركة مقدمة على تمويل التوسع الذـاتج عن ارتفاع معدل نمو الأصول، وكلما كـان اتجـاه الأرباح نحو الاستقرار كلما كان هناك ميل لتوزيـع نسب مرتفعة منها، والعكس صحيح، فيـتم احتجـاز قدر من الأرباح فـي سـنوات الرخـاء، لإمكانيـة استخدامها في سنوات الشدة التي تـنخفض خلالهـا معدلات الأرباح.

مراعاة رغبات المساهمين على المدى القصير والمـدى الطويل حيث إن سياسة التوسع في التوزيع النقدي إنما تعني انخفاض القدر المحتجز لاعتبارات النمو المستقبلة، وبالتـالي انخفاض معدل النمو المتوقع ومن ثم انخفاض سعر الأسـهم في السوق على المدى الطويل. وتصبح السياسة المثلى فـي هذا المجال هي تحقيق التوازن بين التوزيعات الجارية والنمو المستقبل، والتي تنتهي بتعظيم قيمة أسهم المنـشأة، **وبـشكل عام** يجب التأكد من أن المكاسب المحتجزة سـتتمكن الإدارة

من استثمارها بمعدل عائد أكثر ارتفاعا من المعـدل الـذي يمكن أن يحققه المساهم من خلال فرص استثمارية أخـرى (مماثلة من حيث درجة المخاطرة)، فيما لو كان قد استلم هذه الأرباح المحتجزة في صورة توزيعات نقدية، هذا مع مراعاة أن المساهم عند قيامه باستثمار التوزيعات النقديـة يتنـاقص دخله بمقدار الضريبة على القيم المنقولة المفروضة عليه (أو ضريبة الإيراد العام) فضلاً عن التكاليف التي سيتحملها فـي سبيل الاستثمار في فرصة بديلة أخرى، أي أن هذا الإيـراد الضائع (الناجم من هذين الاعتبارين)، قد يكون أحد العوامل التي تدفع المساهم نحو تأييد سياسة احتجاز الأرباح، وهـو الأمر الذي سنعرض تفصيلا له في الفصل الثالث.

وهناك عوامل أخرى تؤثر في سياسة التمويل مثل:

١- رصيد الفائض من الأرباح المرحلـة مـن أعوام سابقة.

٢- إمكانية تصفية بعض الأصول لتدبير قـدر كاف من النقدية لإجـراء التوزيعـات دون الإضرار بمركزي الربحية والسيولة.

٣- الرغبة في ضمان توزيعات منتظمة علـى المساهمين لتحقيق درجـة الاسـتقرار فـي دخولهم بمقدار التوزيعات التي تمـت فـي السنوات السابقة، فقد أثبتت الدراسات – في معظم الـشركات – أن قـرار التوزيعـات الحالي وثيق الصلة بقرارات التوزيعات في السنوات الماضية، حيـث يـستمر الاتجـاه السابق في المدفوعات إلى أن يحدث تغييـر قوي يستدعي التعديل في سياسة التوزيع.

الأسهم الممتازة: Preferred stock:

عند تكوين الهيكل التمويلي قد تصدر الشركة المـساهمة نوعا من الصكوك يسمى بالأسهم الممتازة يكـون لحاملهـا الحق في امتلاك جزء بقدر حصته من ممتلكات الشركة وهي في هذا الشأن لا تختلف عن الأسهم العاديـة، إلا أن وجـه الامتياز الذي ينفرد بها السهم الممتاز (دون السهم العـادي)، أن الصك يعترف لصاحبه بالحق في الحصول علـى نـسبة معينة من قيمة السهم، في صورة أرباح، في حالـة تحقيـق الشركة لربح يسمح بتوزيع هذا القدر، كما أن لصاحب السهم

الممتاز الأولوية في الحصول على حقوقه عند التصفية فـي مقابل حملة الأسهم العادية، وعلى هذا يمكـن النظـر إلـى الأسهم الممتازة باعتبارها مصدرا للتمويل يمزج بين الأسهم العادية وبين الدين، فيشابه الأول في كونه جزءا مـن رأس المال ويشابه الأخير في أنه يرتب التزاما على الشركة واجب السداد في حالة تحقيق الأرباح ولكن يلاحـظ أن مـدفوعات الفائدة لأصحاب الدين تعتبر من المصروفات التحميلية التـي تخصم لتحقيق وفورات ضريبية، في حـين أن المـدفوعات لحملة الأسهم الممتازة تعتبر توزيعا للأرباح وليست من قبيل المصروفات التحميلية، وعليه لا يمكن خصمها قبل التوصل إلى الوعاء الضريبي، وبالتالي لا يتحقـق مـن ورائهـا أي وفورات ضريبية، وتعتبر هذه الحقيقة من أوجه القصور التي تعاني منها الأسهم الممتازة بكونها أحد مصادر التمويل [1].

وفي واقع الأمر فإن امتياز أصحاب الأسهم الممتـازة لا يقف . في بعض الأحيان . عند اعتباري أسبقية الحـصول

---

[1] – James – C – Van Horme, **Fundamentals of financial management**, prentice Hall; Inc., 3ed, 1977, p. 60.

إلى الفهرس

على الدخل وأسبقية الحصول على الحقوق عند التصفية (في مقابل الأسهم العادية) بل قد يمتد الامتياز لأكثر من ذلك.

فمن ناحية الدخل، نجد هناك الأسهم المجمعـة للأربـاح وهناك الأسهم الممتازة التي لها حق المشاركة ومـن ناحيـة الإدارة فهناك الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت، ومـن ناحية ثالثة فهناك أسهم ممتازة من ناحية إمكانية التحويل إلى أوراق مالية أخرى مثل الأسهم العادية.

سندات الشركات: Corporate bonds:

إن السندات [1] عبارة عن صكوك تمثل أجزاء من قرض تصدرها الشركة المقترضة ويكـون لحاملهـا الحـق فـي الحصول على فائدة محددة المقدار تدفع سنويا، بجانب حقـه في الحصول على قيمة السند بعـد انقـضاء فتـرة زمنيـة معلومة، فالسند إذن ما هو إلا عقد طويـل الأجـل يوافـق بموجبه على الوفاء بمدفوعات الفائدة وأصـل الـدين فـي تواريخ محددة، وكل الشروط التي تتـصل بالـسندات يـتم تدوينها في وثيقة السند، وهي وثيقة قانونية موقعة من قبـل

---

[1] – Ibid, P. 420.

الشركة المصدرة للسندات ومن قبل وكيل حملـة الـسندات والذي يتم اختياره عن طريق حملة السندات ويمـثلهم فـي المفاوضات مع الشركة المقترضة، ويشرف على قيام الشركة بتنفيذ التزاماتها، كما أن له حق اتخاذ الإجراءات القانونيـة اللازمة للحفاظ على حقوق حملة السندات، إذا أخلت الشركة بشروط الإصدار مثل امتناعها عـن الوفـاء بالفوائـد فـي مواعيدها المقررة، ويعتبر البنك بمثابة وكيل نمـوذجي فـي هذا الشأن وفي الشركات الأمريكية، نجد أن السندات تصدر – بشكل عام – لآجال تتراوح ما بين عشرين وثلاثين عاما. والسندات غالبا ما يعلن عنها وتطرح للجمهـور للاكتتـاب فيها، ولذا فهي تباع لأنواع مختلفة من المستثمرين ومن هنا تعددت بالتالي أنواع السندات المصدرة، حتى ترضي رغبات هؤلاء المستثمرين واتجاهاتهم، وبالتالي تصبح مركز جـذب لمدخراتهم.

هذا وقد تطرح السندات للاكتتـاب الخـاص فيمـا بـين مجموعة قليلة من كبار هيئات الاستثمار.

ونشير إلى الأنواع الشائعة للسندات، حيث يمكن تصنيف السندات من حيث الضمان إلى سندات مـضمونة وسـندات

غير مضمونة، ويتصل بهذا التصنيف نوع من السندات يمكن تسميته بالسندات الثانوية أو التابعة، وهي تمثـل ديـنـا أقـل مرتبة من الدين الممتاز فيما يتعلق بحالة تـصفية الـشركة، فعند التصفية نجد أن حملة هذه الأسهم الثانوية لا يحـصلون على مستحقاتهم إلا بعد الانتهاء من الوفاء بمستحقات الدائنين الممتازين، ومن حيث القابلية للتحويـل إلـى أوراق ماليـة أخرى، فنجد سندات قابلة للتحول إلى أسهم عادية وسـندات أخرى غير قابلة للتحويل.

كما أن هناك سندات ترتبط عند إصدارها بكفالات حيـث تعني الكفالة هذه وعدا مكتوبا من الشركة المصدرة بتـوفير الحق لحاملها في شراء أسهم عادية للشركة بسعر الثابـت أو ببيان سعري خلال فترة زمنية معينة وذلـك طبقـًا لرغبـة المستثمر نفسه، والتي تعني أيضا ارتباطها بخاصية القابليـة للتحويل.

أما من زاوية معيار الدخل، فيمكن تقسيم الـسندات إلـى سندات ذات فائدة محددة (دخل ثابت)، وأخـرى ذات دخـل ثابت مع حقها الاشتراك في السحب علـى جـوائز معينـة، وثالثة تسمى بسندات الدخل (أو سندات الأرباح)، وفي هـذا

النوع الأخير فإن دفع الفائدة يرتبط بضرورة تحقق الأرباح، أما وفقاً لمعيار توقيت السداد، فيمكن التفرقة بين السندات التي يتم سدادها بحلول مواعيد الاستحقاق المحددة وتجدر الإشارة إلى وجود نوع من قروض السندات التي تتصف بخاصية السداد التدريجي والتي يمكن أن تميز في إطارها بين نوعين من السداد. الأول هو السندات المتسلسلة حيث نجد أن الإصدار في تاريخ واحد لكل السندات وإن اختلفت تواريخ الاستحقاق فيما بينهما، أما النوع الثاني فهو سندات السلاسل، حيث يكون هناك إصدارات منفصلة في تواريخ استحقاق متباينة كذلك، وإن كان يشملها في الغالب وثيقة أساسية واحدة.

٢ . مصادر التمويل متوسطة الأجل:

يتفق الكتاب على أن التمويل المتوسط الأجل هو ذلك النوع الذي يمتد لفترة تطول عن عام، ويتفقون كذلك على أن مدفوعات السداد تتم على أقساط دورية سواء في صورة منتظمة أو غير منتظمة. ولكن يثور الخلاف فيما بينهم بخصوص الحد الأقصى لتاريخ استحقاق هذا النوع من التمويل، فيشير البعض إلى أن هذا الحد يصل إلى خمس

سنوات بينما يرى البعض الآخر امتداده لفترة تـ.صل إلـ.ى عشرة سنوات، وفريق ثالث يرى امتـ.داده لمـ.دة لا تجـ.اوز خمسة عشر عاما. ونحن نرى أنه إذا كانت هناك ضـ.رورة لتحديد هذا الحد الأقصى للتمويل المتوسط الأجـ.ل، فيجـ.ب تحديده وفقاً لأطول تاريخ استحقاق ممكن للأنواع التي تنتمي إلى التمويل المتوسط والمتمثلة فـ.ي القـ.روض المـ.صرفية الفترية، وقروض شركات التأمين، وتمويل الآلات بالتقـ.سيط والاستئجار، وحيث إن كثيرا من شركات التأمين على الحياة يمكن أن تقدم قروضا لتواريخ استحقاق قد تصل إلى خمـ.سة عشر عاما، فيمكن اعتبار أن التمويل المتوسـ.ط الأجـ.ل لا يجب أن يتعدى مدى الخمسة عشر عاما.

وتتمثل الدوافع وراء تزايد الاهتمام بمـ.صادر التمويـ.ل المتوسط الأجل في السنوات الأخيرة فيما يلي [1]:

الدوافع من وجهة نظر مقدمي التمويل المتوسط الأجل:

- أن البنوك التجارية وجدت من خـ.لال ممارسـ.اتها العملية أن القروض المصرفية القصيرة تتحول بحكم

---

[1] – د. عاطف محمد عبيد، مصادر **تمويل المشروعات**، دار النهـ.ضة الحديثة، ١٩٨٠، ص ١٢.

إلى الفهرس

التجديد المستمر إلى قروض متوسطة الأجل. فضلاً عن أن حجم الودائع زاد بكثير عن حجم القـروض القصيرة الأجل، ولذا يصبح طبيعيا أن تتجـه هـذه البنوك مباشرة نحو الإقراض المتوسط الأجل.

- أن شركات التأمين اتجهت إلى التمويـل المتوسـط الأجل، نتيجة زيادة الأرصدة المتجمعة لديها، عـن حجم التعويضات السنوية المطلوبة منها، وبرز هـذا الاتجاه منذ منتصف الخمسينيات، وأصـبحت هـذه الشركات من أهم مصادر التمويل لمختلف منـشآت الأعمال بأقدامها على شراء السندات.
- أنه نتيجة للتقدم التكنولوجي المتزايد، ونتيجة للاتجاه نحو استخدام الآلات المتخصصة، وجـد المنتجـون لهذه الآلات، ضرورة مساعدة المنشآت التي يمكـن أن تستفيد من خدمات هذه الآلات، عن طريق البيـع بالتقسيط أو عن طريق الإيجـار، وذلـك لتحقيـق مصلحة الطرفين.

الدوافع من وجهة مستخدمي الديون المتوسطة الأجل:

- يتيح هذا النوع من التمويل إمكانية قيام المنشأة بالإنفاق على المشروعات تحت التنفيذ، دون الاقتراض إلا في حدود متطلبات كل مرحلة من مراحل التنفيذ، وهذا يؤدي إلى الاقتصاد في التكاليف. وعموما فإن منشآت الأعمال الكبيرة تجد أن الائتمان المتوسط الأجل غالبا ما يكون أقل تكلفة وأكثر ملاءمة من الأموال المتولدة من طرح الأسهم والسندات في أسواق رأس المال. والقروض المتجددة تضمن إتاحة الأموال للمنشأة مع تحقيق المرونة في تخطيط المقبوضات والمدفوعات النقدية.
- عندما ترغب إحدى المنشآت في تدبير احتياجاتها المالية من المصادر التمويلية الخارجية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات، في الوقت الذي لا تكون ظروف السوق مواتية لتحقيق هذا الأمر، فإن المنشأة تجد أن التمويل المتوسط الأجل، يعتبر بديلاً مناسبا بصفة مؤقتة لحين تحسن الظروف وبالتالي تدبير الأموال من المصادر الأخرى التي تراها

إلى الفهرس

المنشأة طبيعية، وبذلك يحقق التمويل المتوسط الأجل المرونة في توقيت الحصول على الأموال الطويلـ.ـة الأجل من المصادر الخارجية.

- عندما لا تكون المنشأة متأكدة مـ.ـن حجـ.ـم وطبيعـ.ـة احتياجاتها المالية المستقبلية الطويلة الأجل، يكون من المناسب لها أن تستعين بمصادر التمويل متوسـ.ـطة الأجل لحين حسم مشكلة عدم التأكد، ومن ثم تبحـ.ـث عن مصادر التمويل الأكثر ملاءمة لنشاطها، ويعتبر الائتمان المصرفي المتجدد مثالا جيدا لهذا الأمر.
- أن بعض الشركات، وخاصة الصغيرة منها، عنـ.ـدما تصل إلى ما يسمى بفجوة الملكية والتي تعجز عندها عن الاستمرار في تمويل التوسـ.ـع فـ.ـي الأصـ.ـول باستخدام التمويل الذاتي والتمويل القصير الأجل، ولا يتاح لها إمكانيات التعامل في أسـ.ـواق رأس المـ.ـال، فإنها تجد في القروض متوسـ.ـطة الأجـ.ـل المـ.ـصدر التمويلي الأساسي لتحديث وتوسيع التسهيلات القائمة ولتمويل الزيادة الدائمة في الذمم والمخزون الـ.ـسلعي

الناتجة عن زيادة المبيعات، وأيضا لتسديد الديون أو زيادة رأس المال العامل إن لم يكن كافيا.

- مع تزايد معدلات ضرائب الدخل . فـ.ي الولايـ.ات المتحدة الأمريكية . خلال الأربعينيات والخمسينيات من هذا القرن، تناقصت الأرباح المحتجزة التي يمكن استخدامها لأغراض التوسع، وبالإضافة إلى أن فوائد القروض المصرفية، تخصم مـ.ن الإيـ.رادات قبـ.ل التوصل إلى الربح الخاضع للضريبة . على خلاف توزيعات الأسهم العادية والممتازة . وبالتالي تحقق وفورات ضريبية للمنشآت، لذلك كان طبيعيا أن يـ.تم الاتجاه نحو التمويل المتوسط الأجل.

وبشكل عام يلزم التأكيد، على أن الاستخدام الأكثر أهمية للتمويل المتوسط الأجل، هو توفيره للأموال في حالة كفايـ.ة التدفقات النقدية المتولدة منها، لتغطية مدفوعات هـ.ذا الـ.دين طوال حياة القرض؛ ولذلك فإن الائتمان المتوسـ.ط الأجـ.ل يشابه الائتمان القصير الأجل من حيـ.ث خاصـ.ية التـ.صفية الذاتية وإن اختلفا في المدى الزمني الذي تـ.تم خلالـ.ه هـ.ذه التصفية، وهو كذلك يختلف عن المديونية طويلة الأجل والتي

تستدعي دفع الدين في صورة مبلغ كبيـ.ـر بحلـ.ـول تـ.ـاريخ الاستحقاق، وإذا كانت القروض قصيرة الأجل تستخدم فـ.ـي تمويل الاحتياجات المالية المؤقتة والموسمية، فـ.ـإن التمويـ.ـل المتوسط الأجل يتجه أساسا نحو تمويل الاحتياجات الأكثـ.ـر طولاً مثل الأصول الثابتة والتوسعات الأساسية فـ.ـي الـ.ـذمم والمخازن (متطلبات الحد الأدنى).

كما أن القروض المصرفية وتمويـ.ـل الآلات بالقـ.ـسط . وهما من أشكال التمويل متوسط الأجـ.ـل . تكـ.ـون بـ.ـؤرة الاهتمام بخصوصها، ممركزة حول الربحيـ.ـة، وعـ.ـادة مـ.ـا تصاحب هذه القروض بعض الشروط التي تستهدف الحفـ.ـاظ على حالة الشركة المالية من وجهة نظر المقترض. ونجد أن المصادر التي تقدم مثل هذا النوع من التمويل مثل البنـ.ـوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى، يقوم موظفوها بتحليل موسع للتدفق النقدي للـ.ـشركة المقترضـ.ـة للحكم على قدرتها على الوفاء بمتطلبـ.ـات الـ.ـسداد الـ.ـدوري للدين.

هذا، ويجب النظر إلى الديون المتوسطة الأجل في إطـ.ـار الاحتياجات المالية الكلية للمنشأة، حتى ولو كان هذا التمويل

المتوسط مرتبطاً بأصل بذاته. إن التمويل المتوسـ.ـط الأجـ.ـل يستطيع أن يلعب دورا بارزا في قرارات التمويـ.ـل الـ.ـشامل للمنشأة.

وقبل التعرض لمناقشة أهم مصادر التمويـ.ـل المتوسـ.ـط الأجل، نود الإشارة إلى أن بعض الشركات قـ.ـد تلجـ.ـأ إلـ.ـى الأساليب التالية وهي بصدد تدبير احتياجاتها المالية للآجـ.ـال المتوسطة، فقد تلجأ إلى إصدار أسـ.ـهم ممتـ.ـازة ذات مـ.ـدة محددة، ولا جدال في ارتفاع تكلفة هذا المصدر كما قد تقـ.ـوم بعدم توزيع الأرباح لعدة سنوات حتى تُدبر الأموال فـ.ـضلاً عن عدم رضاء المساهمين مما يؤدي إلى جعل أسعار الأسهم عرضة لتذبذبات حادة ليست في صالح المنشأة، كما قد تقوم الشركة بتدبير الأموال من قروض قصيرة الأجل على أمـ.ـل تجديدها طوال فترة الأجل المتوسط التي تحتاج خلالها لهـ.ـذه الأموال. وهذا السبيل أيضا عرضة لمخاطر كثيرة ليس أقلها احتمال مواجهة الشركة لموقف رفض التجديـ.ـد مـ.ـن قبـ.ـل المقرض، فضلاً عن كثرة المفاوضات والإجراءات اللازمـ.ـة لإعادة التجديد مما يجعل هذه الطريقة غير عملية في كثيـ.ـر من الأحيان، كما تجدر الإشارة إلى أن عدم فعالية الاستثمار

أو توليده لتدفق نقدي يكفي لسداد القرض في تاريخ استحقاقه القريب قد يعرض المنشأة للمخاطر الناتجة عن عدم كفاية السيولة أو التوقف عن الدفع.

لكل ما سبق تصبح مصادر التمويل المتوسطة الأجل والمتمثلة في القروض المصرفية المتجددة وتمويل الآلات بالتقسيط والاستئجار، هي البدائل الأكثر ملاءمة لتدبير الأموال التي تتطلبها الاحتياجات المالية متوسطة الأجل.

وفيما يلي نبذة موجزة عن أهم هذه المصادر:

أ- القروض المرنة زمنيا:

القروض المقدمة من البنوك التجارية:

يتم تقديم هذه القروض للعملاء لمدة تزيد على العام وإلى مدى ستة أعوام في أغلب الأحيان وإن كانت قد تمتد لتصل إلى عشرة أعوام ونادرا ما تزيد على ذلك، ويتم سداد هذا القرض للبنك عن طريق جدول سداد محدد وفي معظم الحالات فإن القرض يتم سداده في صورة أقساط دورية منتظمة، وعادة ما نجد أن جدول تسديدات القرض يتماشى مع قدرة التدفق النقدي لدى الشركة المقترضة على خدمة الدين.

الائتمان المتجدد:

بالرغم من أن هذه القروض هي من النوع القصير الأجل في الأساس، إلا أن الاتفاقيات الخاصة بها قد تسمح بتجديدها لفترة قد تصل إلى ثلاث سنوات، وعموما فإن معظـم هـذه الاتفاقيات تكون لمدة تزيد على العام ولهذا السبب يـصنفها الكتاب كنوع من التمويل المتوسط الأجل، وتـستخدم هـذه القروض عندما لا تكون الشركة على يقين مـن احتياجاتهـا المالية المستقبلة وهذه القروض تجمع بين ملامح القـروض قصيرة الأجل والقروض المرنة.

القروض المقدمة من شركات التأمين:

وهي تلعب الآن دورا متزايد الأهمية في حياة الشركات، وعادة ما تكن لمدة تتراوح ما بين عشر سـنوات وخمـس عشرة سنة، كما أن معدلات الفائدة الخاصة بها أعلـى مـن نظائرها في القروض المصرفية المرنة، كما يمكن اسـتخدام أموال هذه القروض في تمويل توسعات المصانع والحصول على الآلات وشراء العقارات.

(ب) شراء الآلات والمعدات بالتقسيط:

تزايدت أهمية هذا الأسلوب في السنوات الأخيرة كنتيجة مباشرة للاتجاه نحو الميكنة لكل جوانب العملية الإنتاجية، وحتى الآن فإن استخدام هذا الشكل من التمويل المتوسط لم يصل بعد - في قوة انتشاره - إلى مكانة الأشكال الأخرى من التمويل المتوسط.

ومصادر تمويل شراء الآلات بالتقسيط قد تكون البنوك التجارية أو شركات التمويل أو منتجي الآلات أنفسهم، وعموما تجد أن الشركات المقترضة لا تلجأ إلى شركات التمويل إلا إذا عجزت عن تدبير القرض من البنوك التجارية وذلك بسبب ارتفاع معدل الفائدة لدى شركات التمويل في العادة، وفي الغالب تظل ملكية الآلة التي تم تمويل شرائها من حق الجهة المقرضة أو منتج الآلات حسب الأحوال لحين الوفاء بقيمة الدين بالكامل؛ ولهذا يجب أن تكون القيمة السوقية للآلة في أي وقت أكبر - باستمرار - من رصيد الدين.

(ج) التمويل باستئجار الأصول:

تقوم المنشأة بشراء الأصول الثابتة بهدف الاستفادة مـ.ن خدماتها على امتداد عمرها الإنتاجي داخل إطار كونها طاقة إنتاجية تستخدمها المنشأة في عمليـ.ات التحـ.ول الإنتـ.اجي للحصول في النهاية على المنـ.تج النهـ.ائي وإعـ.ادة بيعـ.ه لعملائها.

وفي كثير من الحالات تمثل عملية شراء الأصول الثابتة تحديا لا يمكن تجاهله للإمكانية المالية المتاحة للمنشأة سواء المملوكة منها أو المقترضة، الأمر الذي قد يؤدي إلى استبعاد مقترحات توسعات استثمارية مطلوبة.

ويرى الكثير من علماء التمويل أن أهمية الأصول الثابتة من منظور المنشأة لا تنحصر في ملكيتها لهذه الأصول وإنما تنحصر - وبالدرجة الأولى - في استفادتها مـ.ن خـ.دماتها الأمر الذي يجعل من استئجارها أمـ.را جـ.ديرا بالدراسـ.ة والتحليل.

ويعني الاستئجار في مفهومه العام إمكانية استفادة المنشأة بأصول الآخرين خلال فترة زمنية محددة مقابل قيمة إيجارية مقابل هذه الاستفادة يحصل عليها المؤجر (مالـ.ك الأصـ.ل)

الأمر الذي يشير إلى منطقيه معاملـة اسـتئجار الأصـول كمصدر تمويلي للمنشأة يمكن الاعتماد عليـه إلـى جانـب المصادر التمويلية الأخرى.

وفي هذا المجال فنحن ننادي بأهمية وضع هذا المـصدر التمويلي داخل دائرة الاهتمام الشديد لما لذلك من آثار إيجابية للمنشأة وللاقتصاد القومي المصري ككل؛ أهمها ما يلي: .

١- إضافة مصدر تمويلي جديد في حلبة المنافسة مـع مصادر التمويل التقليدية، الأمر الذي ينعكس علـى تخفيض تكلفة التمويل التـي تتحملهـا الـشركات والمشروعات الجديدة.

٢- إمكانية استخدام الإمكانيات التكنولوجية الحديثة فـي عمليات التحول الإنتاجي وبالتالي رفـع المـستوى المهاري للعمالة المصرية.

٣- ضمان استمرارية النشاط الاستثماري سواء أكـان جديدا أم توسعيا أو إحـلالا وتجديـدا فـي جميـع الظروف وخاصة الكسادية منها.

٤- توسيع قاعدة المشروعات الصغيرة والتي لا تمتلـك غالبا الإمكانيات المالية المطلوبة لتملـك الأصـول الثابتة.

وفي هذا المجال يمكننا التفرقة بين الاستئجار التـشغيلي Operating glease وبين الاسـتئجار التمـويلي Lease financing حيث إن الاستئجار التشغيلي يغطي فترة زمنية قصيرة نسبيا بمعنى أن فترة الاستئجار هنا تقل عن الفتـرة الزمنية المكونة للعمر الإنتاجي للأصل المـستأجر، الأمـر الذي يعني أن الفترة المذكورة سيقضيها الأصل من منـشأة مستأجرة لمنشأة مستأجرة أخرى في الوقت الذي نجد فيه أن الاستئجار التمويلي يغطي فترة زمنية مساوية وفـي أغلـب الحالات للعمر الإنتاجي للأصل الأمر الذي يؤكد أنه يمثـل مصدرا للتمويل طويل الأجل، ومن المنطقي في هذه الحالـة أن تغطي جملة أقساط الاستئجار تكلفة الأصل بالإضافة إلى ربح المؤجر.

وننوه هنا إلى تناولنا التحليلي للاستئجار التمويلي كبـديل لتملك الأصول المستأجرة والتي يـتم تمويلهـا بـالاقتراض المصرفي أو بالملكية أو بخليط تمويلي يجمع بينهما.

هذا وقبل أن نخوض في التفصيل التحليلي لهذا الموضوع رأينا أن نؤكد على القارئ الحقائق التالية:

١- أن ثمن شراء الأصل المقترح استئجاره سيمثل تدفقاً نقديا داخلا وذلك داخل إطار مفهوم الفرصة البديلة حيث إن استئجار الأصل سيمنع هذه القيمـ.ـة مـ.ـن حتمية كونها تدفقاً نقديا خارجا في حالة شرائه.

٢- أن قسط الاستئجار الأول سيتم دفعـ.ـه الآن (وقـ.ـت الاستئجار) في حين أن الاقتراض سـ.ـيتم دفـ.ـع أول دفعة من فوائده وأقساطه فـ.ـي نهايـ.ـة سـ.ـنة مـ.ـن الاقتراض.

٣- أن قسط الاستئجار السنوي سيحدث للمنـ.ـشأة وفـ.ـرا ضريبيا نظرا لمعاملته كمصروف يوضع في جانب المصروفات من حساب الأرباح والخـ.ـسائر وهذ.ـا سيكون:

الوفر الضريبي لقسط الاستئجار = قـ.ـسط الاسـ.ـتئجار × معدل الضريبة.

وسيتم معاملة هذه القيمة كتدفق نقدي داخل.

٤- أن قسط الإهلاك السنوي المرتبط بـ.شراء الأصـ.ل سيعني في حالة الاستئجار فقدان المنشأة المستأجرة للوفر الضريبي الذي كان سيحدثه في حالة الشراء، الأمر الذي يعني أن: .

الوفر الضريبي الضائع لقسط الإهلاك = قسط الإهـ.لاك السنوي × معدل الضريبة.

ومن المنطقي أن نتعامل مع القيمة الناتجة هـذ.ا كتـ.دفق نقدي خارج وذلك داخل مفهوم الفرص البديلة أيضا.

٥- أن الوفر الضريبي المرتبط بالاقتراض المـ.صرفي لشراء الأصل سيمثل في حالة الاستئجار تدفقاً نقديا خارجا اعتمادا على فقدان المنشأة المستأجرة لهـ.ذا الوفر الضريبي في حالة استئجار الأصل بدلاً مـ.ن شرائه؛ ويمكننا التوصل إلى هذه القيمة كما يلي:

الوفر الضريبي الضائع نتيجة عدم الاقتـ.راض = قيمـ.ة فوائد القروض × معدل الضريبة.

٦- أن تقييم اقتراح استئجار الأصل بدلاً مـ.ن شـ.رائه سيغطي جميع الاحتمالات الممكنة لتمويله في حالـ.ة الشراء والمتمثلة في:

٦/ ١ التمويل بالاقتراض المصرفي فقط.

٦/ ٢ التمويل بالملكية فقط.

٦/ ٣ التمويل بـ.ذات الخلـ.يط التمـ.ويلي الحـ.الي للمنـ.شأة المستأجرة على افتراض أنه مناسب.

٧- أن المفاضلة بين اقتراحي استئجار الأصل وشـ.رائه ببدائل التمويل الثلاثة المحتمـ.ة) سـ.تتم باسـ.تخدام طريقة صافي القيمة الحالية والذي يحتم اسـ.تخدامها تحديد معدل الخصم المستخدم في التقيـ.يم والـ.ذي سيختلف باختلاف طريقة تمويل الـ.شراء المحتمـ.ة حيث:

٧/ ١ سيتم استخدام معـ.دل خـ.صم مـ.ساوٍ لـ.سعر الفائـ.دة المصرفي في حالة المفاضلة بين اسـ.تئجار الأصـ.ل وبين شرائه بتمويل مصرفي.

٧/ ٢ سيتم استخدام معدل خصم مساوٍ لتكلفة التمويل بالملكية والمتمثل في معدل العائد المطلـ.وب مـ.ن مـ.ساهمي المنشأة المستأجرة وذلك في حالـ.ة المفاضـ.لة بـ.ين استئجار الأصل وبين شرائه بتمويل الملكية.

إلى الفهرس

٧/ ٣ سيتم استخدام معدل خـ.ـصم مـ.ـساوٍ لتكلفـ.ـة التمويـ.ـل المرجحة بالمنشأة المستأجرة وذلك في حالة المفاضلة بين استئجار الأصل وبين شرائه بخليط تمويل إضافي يجب بين الملكية والاقتراض.

وبعد استعراض الحقائق المذكورة فلننتجه الآن للتعامل مع الحالة التالية:

أعلن مدير الإنتاج بإحدى الشركات الصناعية عن حاجته لشراء آلة جديدة قيمتها مليون جنيه . بما فيهـ.ـا مـ.ـصاريف النقل والتركيب . عمرها الافتراضي ١٠ سنوات، وبعرض الأمر على المدير المالي للشركة أكد على ضرورة دراسـ.ـة اقتراح استئجار الآلة المطلوبـ.ـة لمـ.ـدة ١٠ سـ.ـنوات بقـ.ـسط استئجار سنوي قدره ١٢٠,٠٠٠ جنيه وذلك كبديل لـ.ـشرائها وتمويل هذا الشراء بقرض مصرفي بمعدل فائدة سنوي ١٢ % أو بإصدار أسهم عادية جديـ.ـدة تكلفتهـ.ـا – بمـ.ـا فيهـ.ـا مصاريف الإصدار – ٢٥ % أو بـ.ـذات الخلـ.ـيط التمـ.ـويلي الحالي للمنشأة والذي يعتمد على استخدام رافعة ماليـ.ـة ٤٠ %، وفي ضوء خضوع أرباح الشركة، لمعدل ضـ.ـريبة ٢٠ % واستخدامها لطريقة القسط المتساوي في إهلاك أصـ.ـولها

الثابتة فما الذي يمكن أن يفعله المدير المـ ـالي فيمـ ـا يتعلـ ـق بتوصيته بالأسلوب الأفضل للحصول على الآلة المطلوبة؟

الواقع أن المدير المالي سيقوم بإعداد برنامج تحليلي على النحو التالي: .

أولاً . المفاضلة بين بديلي الاستئجار التمـ ـويلي وتمويـ ـل شراء الأصل بقرض مصرفي بمعدل فائدة ١٢ %:

من المنطقي أن يبدأ المدير المالي هذا الجزء من برنامجه التحليل بتحديد قيمة فوائد القرض السنوية (في حالة الشراء) على اعتبار أن سداده سيتم على أقساط سنوية متساوية، وذلك بهدف تحديد قيم الوفر الضريبي الضائع لهذه الفوائد السنوية والذي سيمثل هنا تدفقاً نقديا خارجا كما سبق بيانه.

وفيما يلي طريقة تحديد فوائد القروض السنوية وميزتهـ ـا الضريبية الضائعة.

جدول رقم (١)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان / سنوات	رصيد القرض في بداية السنة	قيمة الفوائد السنوية (١٢ %)	قيمة الوفر الضريبي الضائع = قيمة الفوائد × معدل الضريبة
١	١٠٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	(٢٤٠٠٠)
٢	٩٠٠,٠٠٠	١٠٨,٠٠٠	(٢١٦٠٠)
٣	٨٠٠,٠٠٠	٩٦,٠٠٠	(١٩٢٠٠)
٤	٧٠٠,٠٠٠	٨٤,٠٠٠	(١٦٨٠٠)
٥	٦٠٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠	(١٤٤٠٠)
٦	٥٠٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	(١٢٠٠٠)
٧	٤٠٠,٠٠٠	٤٨٠٠٠	(٩٦٠٠)
٨	٣٠٠,٠٠٠	٣٦٠٠٠	(٧٢٠٠)
٩	٢٠٠,٠٠٠	٢٤٠٠٠	(٤٨٠٠)
١٠	١٠٠,٠٠٠	١٢٠٠٠	(٢٤٠٠)

وتأكيدا على الحقائق السابق توضحيها والمرتبطة بأس.س المفاضلة بين بديلي الاستئجار التمويلي والتملك سيقوم المدير المالي بتحديد صافي التدفق النقدي المتوقع من خلال إعداده للجدول التالي:

جدول رقم (٢)

(القيمة بالجنيه)

سنوات / بيان	السنة صفر (الآن)	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة	السادسة	السابعة	الثامنة	التاسعة	العاشرة
ثمن شراء الآلة (تدفق نقدى داخل)	١,٠٠٠,٠٠٠										
قسط الاستئجار السنوى (تدفق نقدى خارج)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	-
الوفر الضريبى المكتسب من قسط الاستئجار (تدفق نقدى داخل)	-	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
الوفر الضريبى الضائع على قسط الاهلاك (تدفق نقدى خارج)	-	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)
الوفر الضريبى الضائع لفوائد القروض (تدفق نقدى خارج)	-	(٢٤,٠٠٠)	(٢١٦٠٠)	(١٩٢٠٠)	(١٦٨٠٠)	(١٤٤٠٠)	(١٢٠٠٠)	(٩٦٠٠)	(٧٢٠٠)	(٤٨٠٠)	(٢٤٠٠)
صافى التدفق النقدى المتوقع ±	٨٨٠,٠٠٠	(١٤٠,٠٠٠)	(١٣٧٦٠٠)	(١٣٥٢٠٠)	(١٣٢٨٠٠)	(١٣٠٤٠٠)	(١٢٨٠٠٠)	(١٢٥٦٠٠)	(١٢٣٢٠٠)	(١٢٠٨٠٠)	١٦٠٠

إلى الفهرس

ومن الواضح أن صافي التدفق النقدي المتوقع قد ظهـ.ر بقيمة موجبة في السنة صفر (الآن) نظرا لأن ثمـ.ن شـ.راء الآلة التي سيؤدي استئجارها إلى تجنب إنفاق أكبر من قسط الاستئجار السنوي الذي سـ.يبدأ مـ.ع بدايـ.ة إقـ.رار بـ.ديل الاستئجار، في حين ظهر صافي التدفق النقدي المتوقع بقـ.يم سالبة على امتداد السنوات التسع نظرا لزيادة قيمة الاستئجار السنوي والوفر الضريبي الضائع على كل من قسط الإهلاك وفوائد القروض عن قيم الوفر الضريبي المكتسب من قـ.سط الاستئجار في الوقت الذي ظهر فيه بقيمة موجبة في نهايـ.ة السنة العاشرة.

وفي اتجاه المقارنة بين كل من القيم الموجبـ.ة والـ.سالبة فسوف يتجنب المدير المالي المقارنة المطلقة بينهمـ.ا نظـ.را لحتمية استخدامه واهتمامه بمفهـ.وم القيمـ.ة الحاليـ.ة الـ.ذي تعرضنا له دون إسهاب في الفـ.صل الأول وسـ.نعرض لـ.ه بشكل مفصل في الفصل الرابع.

وكما سبق أن ذكرنا منطقية استخدامنا لمعدل خصم مساوٍ لسعر فائدة القروض وهو ١٢ % عند إجراء المفاضلة بـ.ين بديلي الاستئجار والاقتراض المـ.صرفي لتمويـ.ل الـ.شراء

باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية وذلـك علـى النحـو التالي: .

صافي القيمة الحالية = (ق. ح للتدفقات النقدية الموجبـة بمعدل خصم ١٢ %) . (ق. ح للتدفقات النقديـة الـسالية بمعدل خصم ١٢ %).

= (٨٨٠,٠٠٠ × واحد صحيح + ١٦٠٠ × ٠,٣٢٢).

. . . (١٤٠,٠٠٠ × ٠,٨٩٣ + ١٣٧٦٠٠ × ٠,٧٩٧ + ١٣٥٢٠٠ × ٠,٧٢١.

+ ١٣٢٨٠٠ × ٠,٦٣٦ + ١٣٠,٤٠٠ × ٠,٥٦٧ + ١٢٨٠٠٠ × ٠,٥٠٧ + ١٢٥٦٠٠ × ٠,٤٥٢ + ١٢٣٢٠٠ × ٠,٤٠٤ + ١٢٠,٨٠٠ × (٠,٣٦٠).

= ٨٨٠٥١٥ . ٧٠٥٤٩٢ = + ١٧٥٠٢٣

ويلاحظ أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الموجبـة قـد انحصرت في القيمة الحالية لمبلغ ٨٨٠٠٠٠ جنيـه والتـي تساوت مع القيمة المطلقة لذات المبلغ لأنـه سـيحدث الآن وليس مستقبلاً بالإضافة إلى القيمة الحالية لمبلغ ١٦٠٠ جنيه والتي ستحدث في نهاية السنة العاشرة من الآن، الأمر الذي

حتم علينا إيجاد قيمتها الحالية بمعدل خـصم ١٢ % لتـصل إلى ٥١٥ جنيها فقط.

ونؤكد هنا على أن صافي القيمة الحالية الموجبـة هـذه تشير إلى تفوق بديل استئجار الأصل علـى بـديل شـرائه بتمويل مصرفي بمعدل فائدة ١٢ % حيث إن بديل الاستئجار سيعني تحقيق معدل عائد سنوي مركب على الاستثمار قدره ١٢ % سنويا بالإضافة إلى تعظيم ثروة مـساهمي المنـشأة بمقدار ١٧٥٠٢٣ جنيها الأمر الذي يؤكـد علـى أن بـديل الاستئجار سيرتبط بتحقيق معدل عائد داخلي على الاستثمار أعلى من ١٢ %.

ثانيا . المفاضلة بين بديلي الاستئجار التمـويلي وتمويـل شراء الأصل بالملكية:

حيث إن البديل المطروح هنا هو تمويل شـراء الأصـل بالملكية فسيعني الأمر عدم التفكير في الاقتراض المـصرفي الأمر الذي يعني وفي التحليل النهائي عدم استخدام المـدير المالي أو عدم حاجته لإعداد الجدول رقم (١) فـي الوقـت الذي يحتم عليه إعادة النظر في الجدول رقـم (٢) الـسابق إعداده من خلال استبعاده لقيمة الـوفر الـضريبي الـضائع

إلى الفهرس

لفوائد القروض حيث ستنخفض القيم السالبة لصافي التدفقات النقدية بمقدار القيم السالبة المعبرة عن هذا الوفر الـ ـضريبي الضائع.

وسوف يتوصل المدير المالي إلى صافي تـ ـدفقات نقديـ ـة سالبة متساوية القيمة قدرها ١١٦,٠٠٠ جنيه سنويا، ولمدة ٩ سنوات من نهاية السنة الأولى إلى نهاية السنة التاسعة فـ ـي الوقت الذي سيتوصل فيه إلى قيمة موجبـ ـة قـ ـدرها ٤٠٠٠ جنيه في نهاية السنة العاشرة.

وباستخدامه لمعدل خصم ٢٥ % كحد أدنى مـ ـن معـ ـدل العائد المطلوب على الاستثمار لقبول بديل استئجار الأصـ ـل فيمكنه التوصل إلى صافي القيمة الحالية من خلال مراحـ ـل توضيحية بيانها كالآتي: .

- القيمة الحالية للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خـ ـصم ١٢ %.

= ٨٨٠,٠٠٠ × واحـ ـد صـ ـحيح + ٤٠٠٠ × ٠,١٧ = ٨٨٠٤٢٨ جنيه.

أما بالنسبة للقيمة الحالية للتدفقات النقدية السالبة وبمعـ ـدل خصم ٢٥ % فسيتم التوصل إليها على مرحلتين هما:

الأولى: القيمة الحالية لصافي تدفق نقدي قدره ١١٦٠٠٠ جنيه لمدة ٩ سنوات بمعدل خصم ٢٥ % وباستخدام الجدول الثاني من جداول القيمة الحالية

= ١١٦,٠٠٠ جنيه × ٣,٤٦٣ = ٤٠١٧٨ جنيه.

الثانية: حيث إن القيمة الحالية التي توصلنا إليها في المرحلة الأولى ستمثل مبلغاً سيتم إنفاقه بعد سنة من الآن فيحتم الأمر إيجاد قيمته الحالية بمعدل خصم ٢٥ % باستخدام الجدول الأول كما يلي:

القيمة الحالية لمبلغ ٤٠١٧٠٨ جنيهات بعد سنة من الآن بمعدل خصم ٢٥ %

= ٤٠١٧٠٨ × ٠,٨٠٠ = ٣٢١٣٦٦ جنيها.

وعلى ذلك ستكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم ٢٥ % = ٣٢١٣٦٦ جنيها.

وأخيرا سيتمكن المدير المالي من تحديد صافي القيمة الحالية كما يلي: .

صافي القيمة الحالية = (ق. ح للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خصم ٢٥ %) . (ق٠ ح للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم ٢٥ %).

= ٨٨٠٤٢٨ جنيه.ا . ٣٢١٣٦٦ جنيه.ا = + ٥٥٩٠٦٢ جنيها

ويتأكد أيضا أن صافي القيمة الحالية الموجبة هذه ت.شير إلى تفوق بديل استئجار الأصل على بديل شـ.رائه وبتموي.ل بالملكية حيث إن بديل الاستئجار سيعني تحقيق معدل عائـ.د سنوي مركب على الاستثمار قدره ٢٥ % سنويا بالإضـ.افة إلى تعظيم ثروة المساهمين بمقدار ٥٥٩٠٦٢ جنيها، الأمـ.ر الذي يؤكد على أن بديل الاستئجار سيرتبط بتحقي.ق معـ.دل عائد داخلي على الاستثمار أكبر من ٢٥ %.

ثالثًا . المفاضلة بين الاستئجار التمويلي وتموي.ل شـ.راء الأصل بخليط إضافي من الملكية والاقتراض:

في هذه الجزئية من التحليل سيجد المدير المـ.الي نفـ.سه مضطرا لإعادة حساباته السابقة وبشكل مختلف، حيث يمكننا تحديد جهده الإضافي من خلال إدراكه لأن بديل الاسـ.تئجار التمويلي هنا ينحصر في تدبير ثمن الآلة بخليط من الملكيـ.ة والمديونية بمعدلي ٦٠ %، ٤٠ % على التوالي الأمر الـ.ذي يستلزم ما يلي: .

١- تحديد الفوائد السنوية للقرض الإضافي والذي تبلـغ قيمته هنا ٤٠٠,٠٠٠ جنيه فقط وذلك لإمكانية تحديد قيمة الوفر الضريبي الضائع نتيجة عدم الاقتـراض وذلك من خلال إعداد الجدول التالي: .

جدول رقم (٣)

(القيمة بالجنيه)

بيان / سنوات	رصيد القرض في بداية السنة	قيمة الفوائد السنوية (١٢ %)	قيمة الوفر الضريبي الضائع = قيمة الفوائد × معدل الضريبة
١	٤٠٠,٠٠٠	٤٨٠٠٠	(٩٦٠٠)
٢	٣٦٠,٠٠٠	٤٣٢٠٠	(٨٦٤٠)
٣	٣٢٠,٠٠٠	٣٨٤٠٠	(٧٦٨٠)
٤	٢٨٠,٠٠٠	٣٣٦٠٠	(٦٧٢٠)
٥	٢٤٠,٠٠٠	٢٨٨٠٠	(٥٧٦٠)
٦	٢٠٠,٠٠٠	٢٤٠٠٠	(٤٨٠٠)
٧	١٦٠,٠٠٠	١٩٢٠٠	(٣٨٤٠)
٨	١٢٠,٠٠٠	١٤٤٠٠	(٢٨٨٠)
٩	٨٠,٠٠٠٠	٩٦٠٠	(١٩٢٠)
١٠	٤٠,٠٠٠٠	٤٨٠٠	(٩٦٠)

٢- تحديد صافي التدفقات النقدية المتوقعة وتحديـد اتجاهاتهـا وذلك من خلال إعداد الجدول التالي: .

إلى الفهرس

جدول رقم (٤)

(القيمة بالجنيه)

سنوات / بيان	السنة صفر (الآن)	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة	السادسة	السابعة	الثامنة	التاسعة	العاشرة
ثمن شراء الآلة (تدفق نقدي داخل)	١٠٠٠,٠٠٠										
قسط الاستئجار السنوي (تدفق نقدي خارج)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	(١٢٠,٠٠٠)	-
الوفر الضريبي المكتسب من قسط الاستئجار	-	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
الوفر الضريبي الضائع على قسط الإهلاك	-	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)	(٢٠,٠٠٠)
الوفر الضريبي الضائع لفوائد القروض	-	(٩٦٠٠)	(٨٦٤٠)	(٧٦٨٠)	(٦٧٢٠)	(٥٧٦٠)	(٤٨٠٠)	(٣٨٤٠)	(٢٨٨٠)	(١٩٢٠)	(٩٦٠)
صافي التدفق النقدي المتوقع ±	٨٨٠,٠٠٠	(١٢٥٦٠٠)	(١٢٤٦٤٠)	(١٢٣٦٨٠)	(١٢٢٧٢٠)	(١٢١٧٦٠)	(١٢٠٨٠٠)	(١١٩٨٤٠)	(١١٨٨٨٠)	(١١٧٩٢٠)	٣٠٤٠ +

٣ . تحديد معدل الخصم المستخدم.

وكما سبق أن أوضحنا أن معدل الخصم الم ـ ستخدم هذ ـ ا سيعكس التكلفة المرجحة للخليط التمويلي الذي يجم ـ ع ب ـ ين الملكية والاقتراض وذلك على النحو التالي: .

التكلفة المرجحة للخليط التم ـ ويلي الإض ـ افي = تكلف ـ ة التمويل بالمملكة × وزنها النسبي في التم ـ وين الإض ـ افي + سعر فائدة القروض × وزنها النسبي في التمويل الإضافي =

٢٥ % × ٦٠ + ١٢ % × ٤٠ % = ١٥ % + ٤,٨ % =

٢٠ % تقريبا.

وفي هذا المجال نؤكد أننا لم نلجأ إلى تخفيض معدل فائدة القروض بمقدار أثرها الضريبي نظرا لأننا قد قمنا بإدخ ـ ال الوفر الضريبي الضائع لفوائد القروض نتيجة عدم الاقتراض عند حسابنا لصافي التدفقات النقدية المتوقعة والمدرجة ف ـ ي الجدول رقم (٤).

وهنا وبعد إعداد المدير المالي للحسابات الثلاث ال ـ سابقة يمكنه وباستخدام الجدول الأول من جداول القيمة الحالي ـ ة أن يحدد صافي القيمة الحالية على النحو التالي: .

صافي القيمة الحالية = (ق. ح للتدفقات النقدية الموجبـة بمعدل خصم ٢٠ %) . (ق. ح للتدفقات النقديـة الـسالبة بمعدل خصم ٢٠ %).

= (٨٨٠,٠٠٠ × واحد صحيح + ٣٠٤٠ × ٠,١٦٢) . (١٢٥٦٠٠ × ٠,٨٣٣ + ١٢٤٦٤٠ × ٠,٦٩٤ + ١٢٣٦٨٠ × ٠,٥٧٩ + ١٢٢٧٢٠ × ٠,٤٨٢ + ١٢١٧٦٠ × ٠,٤٠٢ + ١٢٠٨٠٠ × ٠,٣٣٥ + ١١٩٨٤٠ × ٠,٢٧٩ + ١١٨٨٨٠ × ٠,٢٣٣ + ١١٧٩٢٠ × ٠,١٩٤).

= ٨٨٠٤٩٢ . ٤٩٥٣١٣ = + ٣٨٥١٧٩ **جنيها.**

ومن المؤكد الآن أن بديل اسـتئجار الأصـل المطلـوب يتفوق على بديل شرائه وتملكه بمختلف طرق التمويل البديلة وأن تفوقه ظهر بقوة عند مقارنته بتمويل الشراء بالملكية في الوقت الذي ظهر تفوقه بقوة أقل نسبيا عند مقارنته بتمويـل الشراء بالاقتراض في الوقت الذي ظهر تفوقه بقوة أقل نسبيا عند مقارنته بتمويل الشراء بخليط من الملكيـة والاقتـراض الأمر الذي يتوافق مع الأصول العلمية للتمويل والتي تؤكـد في أحد جوانبها على أن تكلفـة التمويـل بالملكيـة أعلـى وبالضرورة من تكلفة التمويل بالاقتراض.

٣ . مصادر التمويل قصيرة الأجل:

يمكن تقسيم مصادر التمويل "قصيرة الأجل من أكثر من زاوية [1] فيمكن النظر إليها من **زاوية التعاقد**، حيث تنقسم إلى مصادر تمويل وقتية (تلقائية) لا تحتاج إلى تعاقد كتابي (تشمل المستحقات . وهي عبارة عن مبالغ تدفع بعد مدة من تاريخ استحقاقها مثل المرتبات والضرائب . والائتمان التجاري والحسابات الدائنة) وإلى مصادر تمويل تحتاج إلى تعاقد يتحدد بمقتضاه مدة القرض وأسعار الفائدة، وذلك مثل القروض المصرفية والأوراق التجارية، كما يمكن النظر إلى مصادر التمويل من **زاوية الضمان** إلى قروض لا تحتاج إلى ضمان، وأخرى تحتاج إلى ضمان والضمان قد يكون شخصيا، أو أوراقًا مالية أو أوراقًا تجارية أو مخزونًا سلعيا أو إيصال مخازن الإيداع أو رهن العقار.

مما سبق يتأكد أن التمويل قصير الأجل عادة ما يغطي فترة أقل من سنة، وفي الواقع هناك العديد من **الدوافع وراء استخدام التمويل قصير الأجل نذكر منها ما يلي:**

---

1 – E. F. Brigham, Op. Cit., P. 500.

إلى الفهرس

- الحاجة الموسمية للأموال، وبالتالي فـإن اسـتخدام مصادر تمويل طويلـة الأجـل فـي تمويـل هـذه الاحتياجات سيترتب عليه وجود أموال عاطلة لمـدد زمنية متفاوتة مما يضعف من قوة الربحية.
- أن المصادر قصيرة الأجل عادة ما تكون مخاطرها أقل من تلك الطويلة أو المتوسطة.
- سهولة تدبير الأموال من المصادر القصيرة بدرجـة أكثر من تدبير الأموال من المصادر الأخرى.
- أن بعض مصادر التمويل قصيرة الأجل توفر أموالاً مجانية للشركة، وأبرز مثال على ذلك المـستحقات وإن كانت مدة الاستفادة بها قصيرة.
- لا تتيح هذه المصادر تدخلاً أو تأثيرا من قبل الدائنين على الإدارة إلا في حالات الإعسار الواضحة.

كما أن هناك عددا من العيوب التـي تـرتبط بهـذه المصادر منها:

- المطالبة الدائمة بضرورة خدمة الدين، ممـا يهـدد سلامة المشروع إذا تعرض لنقص السيولة فـي أي وقت من الأوقات.

إلى الفهرس

- ارتفاع التكاليف الإدارية التي يتحملها المشروع فـي سبيل تـدبير هـذه الأمـوال (باسـتثناء الـدائنين والمستحقات) وهذه التكاليف تعتبر أعلى نسبيا مـن تلك المرتبطة بتدبير الأموال من المصادر متوسـطة أو طويلة الأجل.

ونعرض هنا لتوضيح أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل، والتي تتضمن الائتمان التجـاري، والائتمـان المـصرفي، والمستحقات، والمدفوعات المقدمة.

. الائتمان التجاري:

ويقصد به "الديون التجاريـة التـي يمنحهـا المـوردون لعملائهم من المؤسسات التجاريـة بـسبب بيـع البـضائع والخدمات، ونود إبراز نقطتين هامتين بخصوص الائتمـان التجاري.

الأولى: هي نشوء هذا الائتمـان كنتيجـة لـشراء بـضاعة الحساب بغرض إعادة البيع وتصبح قيمـة الأمـوال المتوفرة للمشتري متمثلة في قيمة البضاعة المشتراة والتي سمح بعدم دفع ثمنها نقدا.

الثانية: أن الائتمان التجاري يطلق على قيمة المشتريات من البضائع محل الاتجار، ولا ينسحب على المشتريات الآجلة للآلات والتي يتم دفع قيمتها على أقساط لفترة تغطي عدة سنوات، كما سبق بيانه.

. الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي بمثابة المصدر التالي في الأهمية للائتمان التجاري من حيث توفير الأموال قـصيرة الأجـل لمنشآت الأعمال، ويلاحظ أن كثيرا من المنشآت تعتمد على مصادر التمويل الداخلي خلال الفترات التي يـنخفض فيهـا نشاط الأعمال، بينما تلجأ إلى الاقتراض المصرفي فقط فـي حالات النشاط المتزايد للأعمال.

ويلاحظ أن نمو الأموال المتولدة داخليا لم يكن قادرا على مسايرة التوسع السريع في المدفوعات الرأسمالية، وفي دورة رأس المال المطلوب لتدعيم ارتفاع المبيعات الأمـر الـذي يفسر سبب احتلال البنوك التجارية لمكانة هامة في أسـواق التمويل القصير والمتوسط الأجل، ويلاحظ أن تأثير البنـوك التجارية أعظم مما تعكسه المبالغ التي تقدمها هذه البنـوك، وذلك لأن البنوك تقدم أموالاً غير تلقائيـة، وكلمـا ازدادت

الاحتياجات المالية للمنشأة، كلما طلبت من البنوك أن تمـ.دها بأموال، وإذا رفضت البنوك مثل هذا الطلب، فـ.إن البـ.ديل المتاح أمام المنشأة هو إما تخفيض معدل النمو أو تخفـ.يض مستوى النشاط، ومن جهة أخرى، نجد أن المنشأة تلجأ إلـ.ى البنك التجاري لتغطية العجـ.ز النقـ.دي بـ.ين المقبوضـ.ات والمدفوعات، بدلاً من تعطيل قدر لا يستهان به من الأمـ.وال في صورة نقدية مع احتمال عدم تغطيتها للعجز الفعلي هـ.ي الأخرى، وبالطبع فإن القروض قصيرة الأجل، وكما سـ.بق الإيضاح، هي التي ترتبط بأجل لا يزيد على العام وبـ.الرغم من أن البنوك التجارية دخلت مؤخرا فـ.ي ميـ.دان التمويـ.ل متوسط الأجل، إلا أنه يلاحظ أن ثلثي القروض المـ.صرفية الأمريكية تمنح لفترة عام أو أقل.

وفي الواقع تقدم البنوك التجاريـ.ة أنواعـ.ا متبايـ.ة مـ.ن القروض، والتي يمكن تصنيفها في نوعين:

الأول: هي القروض غير المكفولة بضمان معين.

والثاني: هي القروض المكفولة بضمان معين.

. المستحقات:

إن المنشآت بشكل عام تقوم بدفع الأجور والمرتبات في نهاية مدة معينة قد تكون شهرية أو أسبوعية، بالرغم من أن الخدمات المقدمة من هؤلاء العاملين تتم بشكل يومي، الأمر الذي يعني في النهاية أن أجورهم المستحقة عن كل يوم ينقضي بمثابة قروض ممنوحة للشركة التي يعملون بها، وتلعب هذه الأجور المستحقة دورا هاما في تمويل الاحتياجات المالية المؤقتة في الشركة وقد تظهر الميزانية العمومية للشركة بعض الأجور المستحقة، وبالمثل فإن الضريبة التي تدفعها الشركة عن الأرباح المحققة، تستحق منذ لحظة تحقق الأرباح ولكن لا يتم دفعها إلا بعد فترة زمنية تختلف في حدها الأقصى من تشريع لآخر، وتصبح الضرائب المستحقة خلال هذه الفترة من مصادر التمويل المؤقتة، وعموما تظهر الضرائب المستحقة في الميزانية العمومية للشركة عند تحقيق الأرباح، ومن الملاحظ أن المستحقات تزيد تلقائيا مع توسع وتزايد نشاط المنشأة، وهذه المستحقات يمكن النظر إليها باعتبارها ديونًا حرة على المنشأة، وذلك لأنها لا تكلف المنشأة شيئًا، فليست هناك فائدة

تدفع عليها، ومع ذلك فإن المنشأة لا تستطيع في العادة التحكم في هذه المستحقات، وذلك لأن الأجور المدفوعة كما وتوقيتاً، إنما تتوقف على القوى الاقتصادية والقانونية وعلى العـ.ـرف السائد في الصناعة. كما أن تواريخ دفع الضرائب المستحقة محددة من قبل القوانين؛ وعلى ذلك فكل ما تملكه المنـ.ـشآت في هذا الاتجاه هو استخدام هذه المستحقات بقـ.ـدر الإمكـ.ـان دون التحكم في مستوى مقاديرها.

. الدفعات المقدمة:

حيث يمكن لبعض المنشآت أن تحصل على قدر غير قليل من الأموال اللازمة لها من العملاء، على صـ.ـورة دفعـ.ـات مالية مقدمة بمجرد التعاقد وقبل تسلمهم البضاعة المطلوبـ.ـة بمدة تطول أو تقصر وفقاً لطبيعة الصناعة، وجدير بالـ.ـذكر، أن الدفعات المقدمة كمصدر للتمويل، ينتشر استخدامها فـ.ـي الصناعات التي تتسم بطابع الإنتاج بالطلبية الخاصـ.ـة، كمـ.ـا يوجد في الصناعات الأخرى التي تتبع أسلوب الإنتاج المقدم للسوق؛ إذا كان هناك نقص شديد في المعروض من الـ.ـسلع، وبالتالي قد يتم الحجز المسبق وتقديم دفعة مقدمة عند التعاقد، كما قد تبرز هذه الظاهرة في مجـ.ـال المقـ.ـاولات وصـ.ـناعة

الأجهزة الكمالية. وبالطبع فإن الدفعات المقدمة تعتبـ.ـر مـ.ـن أرخص مصادر التمويل على الإطلاق، فهي لا تضيف أيـ.ـة تكاليف على المنشأة مقابل استخدامها لهذه الأموال.

ومن خلال الاستعراض السابق لمصادر التمويل المختلفة والتي يمكن للمشروعات الاعتماد عليها لتمويل استثماراتها، فقد تبين أنها تختلف فيما بينها في العديد من الجوانب حيـ.ـث إن المزايا في بعضها تنقلب إلى عيوب في البعض الآخـ.ـر. الأمر الذي فتح الباب على مصراعيه فـ.ـي الفكـ.ـر المـ.ـالي المعاصر لإعطاء المزيد من العناية لتكوين الخلـ.ـيط الأمثـ.ـل والذي يجمع بين تلك المصادر المتعددة، ولكن بنسب مختلفة، وهو الأمر الذي سنتعرض له في جزء لاحق.

مصادر التمويل في شركات قطـ.ـاع الأعمـ.ـال العـ.ـام المصري (نظرة تاريخية وحالية):

حيث إن قطاع الأعمال يخضع لخطة قومية عامة، فهناك ضرورة لوضع خطة استثمارية وخطة ائتمانية، ولا يمكـ.ـن إغفال متطلبات الرقابة المالية على شركات هذا القطاع.

وسوف يوجه عرضنا لمصادر التمويل في هذه الشركات نحو اتجاهين **أولهما** مصادر التمويل طويلة الأجل **وثانيهمـ.ا** مصادر التمويل قصيرة الأجل، وذلك على الوجه التالي:

. مصادر التمويل طويلة الأجل:

يقسم رأس مال الشركة هنا إلى أسـ.هم عاديـ.ة متـ.ساوية القيمة ويشترط أن تكون اسمية، وألا تقل قيمة السهم الواحـ.د عن جنيه مصري واحد، ولا يجوز أن تتعدى قيمة الصك ما يعادل قيمة خمسة وعشرين سهما، ولم يشترط القانون حتمية طرح أسهم شركات القطاع العام للاكتتاب العام حتى يمكـ.ن قيدها في بورصة الأوراق المالية، وأعطـ.ى لمجلـ.س إدارة الوحدة الاقتصادية الحق في تقرير عدم قيـ.د الأسـ.هم فـ.ي البورصة.

ولقد انتقلت ملكية الأسهم العادية إلى المؤسسات والهيئات العامة وبعد إلغائها في كثير من القطاعات وإحلالها بالمجالس الفنية للقطاعات، الأمر الذي أدى إلى تحجـ.يم دور مجـ.الس إدارة الوحدات الاقتصادية العامة فيما يتعلـ.ق بزيـ.ادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم عادية.

وفي هذا المجال ينص القانون على أن زيادة رأس مـ.ال الوحدة الاقتـ.صادية يـ.تم تبعـ.ا لمتطلبـ.ات خطـ.ة التنميـ.ة الاقتصادية.

ولقد كانت الحجة وراء عدم السماح بتـ.داول رأس مـ.ال الشركة العامة في السوق المالية هو الحـ.رص علـ.ى عـ.دم تسرب ملكية الدولة إلى الأفراد أو إلى الجهـ.ات الأخـ.رى، الأمر الذي يتعارض مع المبرر مـ.ن وجـ.ود المـ.شروعات العامة.

وعلى الرغم من ذلك وبعد إلغاء المؤسسات العامة وعدم وجود هيئة مستقلة تتمكن من تدبير الأموال اللازمة لتمويـ.ل احتياجات القطاع العام فقد واجه القطاع العـ.ام العديـ.د مـ.ن الصعوبة التمويلية؛ ولذلك صدر القانون ١١٩ لـ.سنة ١٩٨٠ بإنشاء بنك الاستثمار القومي والذي يختص بتمويل شـ.ركات القطاع العام بالإضافة إلى تنظيم عمليات إصدار الأسهم فـ.ي المشروعات التي شارك فيها وذلك لإعطاء الفرصة لشركات القطاع العام لإمكانية إصدار أسهم يتم طرحها فـ.ي الـ.سوق المالية لتدبير احتياجاتها طويلة الأجل بدلاً من الاقتراض.

ومن الجدير بالذكر أن بنك الاستثمار القومي كان له الحق في تولي مهمة إصدار وتداول هذه الأسهم مع تقرير الحوافز المالية لتشجيع المستثمرين وتأمينهم بهـ.دف الحفـ.اظ علـ.ى التوازن الاقتصادي وتجنب المضاربة على أسـ.هم شـ.ركات القطاع العام المتداولة في بورصة الأوراق الماليـ.ة، الأمـ.ر الذي يؤدي في النهاية إلى تدعيم مكانة الأسهم العادية كأحـ.د مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للمشروعات الجديـ.دة وكذلك بالنسبة لتدبير مصادر الأموال الإضافية طويلة الأجل بالنسبة للشركات القائمة، كل ذلك في حدود ما تحدده الخطة العامة للدولة، وفي نفس الوقت الـ.سماح بإنـ.شاء شـ.ركات مشتركة برأس مال عام وخاص.

وفيما يتعلق بالأسهم الممتازة كمصدر طويل الأجل فـ.لا تمثل أحد مصادر شركات القطاع العام، حيث نص القـ.انون رقم ٦٠ لسنة ١٩٧١ على أنه لا يجوز إصدار أسهم تعطـ.ي أصحابها امتيازا من أي نوع كان.

وأما فيما يتعلق بالسندات فـ.إن القـ.انون المـ.ذكور لـ.م يتعرض لها، الأمر الذي فتح الباب للجدل والمناقشات فيمـ.ا يتعلق بها حيث إن هناك اتجاها يعارض هذا الإهمال الـ.ذي

يعني مصادرة حق الشركات العامة في إصدار السندات فـ.ي الوقت الذي يرى فيه الاتجاه الآخر أن القـ.انون لـ.م يمنـ.ع الشركات العامة من إصدار السندات.

وفي الممارسة العملية فقد انتهى هذا المصدر تقريبـ.ا – بسبب عدم وجود أسواق مالية نشطة بالإضـ.افة – إلـ.ى أن الشركات العامة كانت تخضع بحكم القانون لقرارات سـ.يادية تحدد طريقة استثمار الأموال الفائضة أو التـ.صرف فيهـ.ا، وبالتالي فإن المنشآت التي تقرر شراء السندات طويلة الأجل تجد نفسها أمام أحد خيارين **أولهما** شراء الـ.سندات بكميـ.ة محدودة، **وثانيهما** عدم الشراء المطلق، الأمر الذي أدى إلى الانخفاض الواضح لأهمية السندات كمصدر مـ.ن مـ.صادر تمويل الشركات العامة، إلا أن الموقف قد تغير بعـ.د إنـ.شاء بنك الاستثمار القومي وتنشيط بورصة الأوراق المالية؛ حيث أصبح من حق الشركات العامة تـ.دبير احتياجاتهـ.ا الماليـ.ة متوسطة وطويلة الأجل عن طريق إصدار السندات بشرط أن يتولى البنك المذكور تنظيم عمليات الإصدار، الأمـ.ر الـ.ذي يعيد للسندات مكانتها المتميزة كمصدر تمويلي طويل الأجل، ومما يدعم هذا الاتجاه تزايد المنشآت الاسـ.تثمارية العربيـ.ة

والأجنبية في مصر مما ساعد على تنـشيط سـوق الأوراق المالية بالشكل الذي يتيح لهذه الشركات فرصة طرح سنداتها للبيع.

أما فيما يتعلق بالمساهمة الحكومية والتي أصبحت مـن مسئولية بنك الاستثمار القومي، ما هي في الواقع إلا قروض طويلة الأجل ولكن نتيجة لعدم ارتباطها بتاريخ معين للـسداد فتم اعتبارها تدعيما لرأس المال تمنح للشركات العامة فـي حالة عدم كفاية مصادر التمويل الأخرى.

ولقد انتهى دور مساهمة الحكومة كمصدر من مـصادر التمويل طويلة الأجل بعد التعديلات الأخيرة المرتبطة بإنشاء بنك الاستثمار القومي وتم تعلية رأسمال الـشركات العامـة بقيمة هذه المساهمات.

وأما فيما يتعلق بالقروض طويلة الأجـل فتنقـسم إلـى نوعين أولهما محلي والآخر أجنبي، ويمثل هذا المصدر نسبة كبيرة من مصادر تمويل الشركات العامة.

وفيما يتعلق بالأرباح المحتجزة كأحد مـصادر التمويـل طويلة الأجل فتعتبر مصدرا أساسيا بالنسبة لشركات القطاع العام؛ حيث يختص مجلس الوزراء بتحديد النسب الواجـب

تجنيبها من الأرباح الصافية السنوية لتكوين احتياطي قانوني مع إمكانية إضافة قيمة الاحتياطي بأكمله أو جزء منه إلـى رأس مال الشركة العامة، على أن يكون ذلـك بقـرار مـن الوزير المختص.

ومن جهة أخرى يصدر رئيس الجمهورية قرارا بتحديـد النسب الواجب تجنيبها من صافي الأرباح لـشراء الـسندات الحكومية أو إيداعها في حساب خاص لدى بنـك الاسـتثمار القومي.

كما يسمح القانون المذكور للشركة العامة بتجنيب نـسبة معينة من صافي الأرباح المحققة لتكوين احتيـاطي نظـامي يستخدم في الأغراض التي يقـوم مـن أجلهـا ولا يجـوز استخدامه في أغراض أخرى إلا بقرار من الجهة المختـصة وبموافقة الوزير المختص.

وفيما يتعلق بمصادر التمويل الذاتي في شركات قطـاع الأعمال العام فنجدها تتكون من الآتي:

١- مقابل الدفعات المقدمة.

٢- مخصص الإهلاك بعد خصم العجز الجـاري غيـر المعلن عن سنة التقدير.

٣- الاحتياطيات فيما عدا احتيـاطي شـراء الـسندات الحكومية والاحتياطيات المخصصة لسد الالتزامات.

٤- تكلفة الأصول المباعة.

والواقع أن مجموع العناصر الأربعـة المـذكورة يمثـل إجمالي مصادر التمويل الذاتي بالنسبة لشركات القطاع العام يتم استبعاد أقساط القروض طويلة الأجل والدفعات المقدمـة لنحصل بذلك على ما يطلق عليه صافي التمويل الذاتي.

ب: مصادر التمويل قصيرة الأجل:

الواقع أن مصادر التمويل قصيرة الأجل لـدى شـركات قطاع الأعمال العام لا تختلف عما هـو معـروف، حيـث تستخدم هذه الشركات الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والدفاعات المقدمة كما هو الحال لدى شركة النصر لصناعة السيارات، وشركة الدلتا الصناعية وغيرهما، حيث يـشترط على العملاء تقديم مبالغ معينة عند التقدم بطلب الشراء.

ومن الجدير بالذكر أن الاقتصاد المصري يمر في الفترة الحالية بمرحلة تحول بالغة الأهمية والخطورة، حيث يتجـه وبقوة وبشكل مقصود إلى التحول من الاقتصاد المخطط إلى الاقتصاد الحر، أو اقتصاد السوق، والدفع بالقطاع الخـاص

نحو احتلال دور أكبر اتـساعا فـي النـشاط الاقتـصادي المصري.

ولقد تجسد هذا الاتجاه بصدور القانون رقم ٢٠٣ لـسنة ١٩٩١ بإصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام وقـرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لـسنة ١٩٩١ بإصـدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات قطاع الأعمال العام.

وفيما يتعلق بقانون شركات قطاع الأعمال فمـن خـلال الاستعراض السريع لمضمونه ومحتوياته يمكن التأكيد علـى أن المقصود بشركات قطاع الأعمال هي الشركات القابـضة والشركات التابعة لها والتي تتخذ شكل الشركات المـساهمة بالإضافة إلى إحلال الشركات القابضة محل هيئات القطـاع العام، الأمر الذي يعني أن هناك شركات قابضة تنـشأ بعـد صدور القانون بالإضافة إلى تلك الشركات التي تحل محـل هيئات القطاع العام.

ومن ناحية الجوانب المالية والإدارية المتعلقة بـشركات قطاع الأعمال العام فيمكن استخلاص النقاط التالية من خلال استعراض بنود القانون:

١- تأخذ الشركة القابضة شكل شركة مساهمة وتعتبـ.ر من أشخاص القانون الخاص.

٢- تتولى الشركة القابضة من خلال شـ.ركاتها التابعـ.ة استثمار أموالها (بنفسها أو مـ.ن خـ.لال شـ.ركاتها التابعة) وما يرتبط بذلك من:

٢/ ١ تأسيس شركات مساهمة.

٢/ ٢ شراء وبيع أسهم الشركات المساهمة.

٢/ ٣ تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة.

٢/ ٤ حرية التصرف بما يساعد على تحقيق الأهداف.

٣- الفصل بين الملكية والإدارة من خلال مجلـ.س إدارة يصدر بتشكيله قرارا من الجمعية العامة لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ولا يعتبر رئـ.يس وأعـ.ضاء مجلس الإدارة من العاملين بالشركة مع إمكانية إنهاء عمل مجلس إدارة الشركة كله أو بعضه أثناء مـ.دة العضوية مع عدم جواز تجديد تعيينهم إلا من خلال تحقيق أهداف الشركة المحددة مسبقاً.

٤- يقسم رأس مال الشركة على أسهم متساوية القيمـ.ة والتي لا تقل عن خمسة جنيهات، ولا تزيد على مائة

جنيه وهو غير قابل للتجزئة ولا يجوز إصداره بأقل من قيمته الاسمية وتكون هذه الأسهم قابلة للتـ ـداول في بورصات الأوراق المالية.

٥- يتولى الجهاز المركزي للمحاسبات مراقبة حسابات الشركة وتقييم أدائها طبقًا لقانونه.

٦- من الأمور الجائزة مستقبلاً تقسيم وإدماج الشركات القابضة وكذلك الحال بالنسبة للشركاء التابعة.

٧- في حالة بلوغ خسائر أي شركة إلـ ـى قـ ـدر مـ ـساو لنصف رأسمالها المصدر وجب على مجس الإدارة دعوة الجمعية العامة غير العادية للنظر فـ ـي حـ ـل الشركة أو استمرارها.

٨- الربط الواضح بين طبيعة نشاط الـ ـشركة وأهـ ـدافها وبين هيكلها التنظيمي وجدول وظائفها.

وباستعراض اللائحة التنفيذية لقـ ـانون شـ ـركات قطـ ـاع الأعمال العام يمكن التأكيد على ما يلي:

١- بالنسبة للشركات القابضة والتي تؤسس بعد صدور القانون والعمل به خلافًا لهذه الشركات - التي تحل محل هيئات القطاع العام - فقد حدد القـ ـانون بـ ـأن

رأس مالها المصدر لا يجب أن يقل ع.ن ع.شرين مليوناً من الجنيهات وألا يقل المدفوع عند التأسيس عن ٥٠ % وأن القيمة الاسمية لكل سهم بما لا يقل عن مائة جنيه ولا تزيد على ألف جنيه.

٢- يضع مجلس إدارة الشركة القابضة نم.اذج أش.كال ومحتويات وتوقيتات التقارير الدورية الت.ي تُل.زم الشركات التابعة بإعدادها وإرسالها إل.ى ال.شركة القابضة لإجراء تقويم مستمر ومنتظم لنتائج أعم.ال تلك الشركات.

٣- تتكون محفظة الأوراق المالية م.ن الاس.تثمارات الآتية:

٣/ ١ تأسيس الشركات التابعة وغيرها م.ن ال.شركات المساهمة سواء أكان ذلك بمفردها أم بالاشتراك مع الغير من الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة أو الأفراد.

٣/ ٢ شراء أس.هم ال.شركات الم.ساهمة أو بيعه.ا أو المساهمة في رأس مالها.

٣/ ٣ التصرف بالبيع في الأسهم التي تمتلكها ال.شركات التابعة وغيرها من الشركات.

٣/ ٤ شركات وبيع أية أصول مالية أخرى.

٣/ ٥ إصدار صكوك تمويل أو سندات لتجميع الأموال وإعادة استثمارها.

٣/ ٦ القيام بجميع الإجراءات التي يراها المجلس لازمة لزيادة قيمة الاستثمارات التي تقررها الشركة أو زيادة الأرباح التي تتحقق منها.

٤- يرأس الجمعية العامة للشركة القابضة الوزير (الوزير المختص).

٥- تحدد الجمعية العامة الأهداف التي تلتزم الشركة القابضة بتحقيقها، ويتم تقويم أدائها وفقًا لما يتحقق من هذه الأهداف وفي ضوء تقرير الجهاز المركزي للمحاسبات في هذا الشأن.

٦- بالنسبة لشكل ميزانية الشركة القابضة فتظهر على النحو التالي:

جدول رقم (٥)

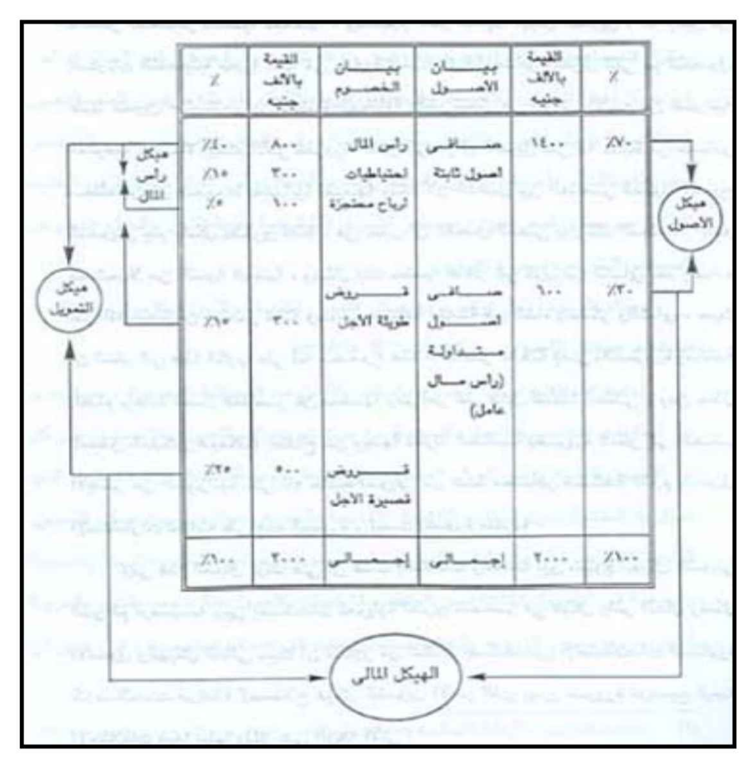
أصول	خصوم
. الأسهم التي تملكهـا فـي رؤوس أموال الشركات التابعة وغيرها مـن شركات أخرى. . الأوراق المالية الأخرى. . . الأصـول الثابتـة والأصـول المتداولة الناتجة عن قيـام الـشركة بأنشطتها المتنوعة.	. رأس المال الذي تساهم به الدولة والأشـ..خاص الاعتباريـ..ة العامـ..ة الأخرى. . الاحتياطيات والمخصصات التـي تنشئها الشركة. . القروض والتسهيلات التي تحصل عليها. . الأرباح التي تحتجزها من الفائض الذي يؤول إليها من استثماراتها. . الخصوم المتداولة الناتجة عن قيام الشركة بأنشطتها.

ثانيا: مفاهيم الهيكلة المالية:

يمكننا توضيح مفاهيم الهيكلة المالية من خلال استعراض محتويات الشكل رقم (١)

شكل رقم (١)

بيان رقمي توضيحي لمفاهيم الهيكلة المالية



٪	القيمة بالألف جنيه	بيان الأصول	بيان الخصوم	القيمة بالألف جنيه	٪
٪٧٠	١٤٠٠	صافي أصول ثابتة	رأس المال	٨٠٠	٪٤٠
			احتياطيات	٣٠٠	٪١٥
			أرباح محتجزة	١٠٠	٪٥
٪٣٠	٦٠٠	صافي أصول متداولة (رأس مال عامل)	قروض طويلة الأجل	٣٠٠	٪١٥
			قروض قصيرة الأجل	٥٠٠	٪٢٥
٪١٠٠	٢٠٠٠	إجمالي	إجمالي	٢٠٠٠	٪١٠٠

إلى الفهرس

١ . مفهوم هيكل التمويل Financing structure:

يرتبط إصلاح الهيكل التمويلي بالجاذ.ب الأيـ.سر مـ.ن الميزانية العمومية لأي منشأة، حيث يعني وصـ.فاً تفـ.صيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنـ.صر مـ.ن عناصر المصادر بالنسبة لجملتها، وبمفهـ.وم أكثـ.ر تحديـ.دا لهيكل التمويل "أنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبرا عنها في صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التي تـ.م الحـ.صول عليها لتمويل . استثمارات المنشأة المختلفة والتي تتمثل في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمنشأة ويحـ.تم الأمـ.ر ضرورة النظر إلى هيكل التمويل على أنه خليط من مصادر مختلفة وليس مجموعا حسابيا لقيمها وذلك لأن الفصل بـ.ين العناصر المكونة للمزيج التمويلي يتم بشكل دفتري فقط، في حين أن الفصل الفعلي بين تلك المصادر يبدو مستحيلا مـ.ن الناحية العملية، ومثال ذلك حتمية النظر إلى كوب من الشاي بعد إعداده على أنه خليط من عناصر ثلاثة وبنسب مختلفـ.ة متمثلة في الماء والسكر والشاي، حيث إن النظر إلـ.ى هـ.ذا الكوب على أنه مجموع هذه العناصر الثلاثة يعني بالضرورة إمكانية القيام بإعادة فصل العناصر عن بعضها وهـ.و أمـ.ر

غير قابل للتنفيذ العملي، ومن خلال المنطق المذكور فيمكننا الدفاع عن وجهة نظرنا الخاصة بضرورة النظر إلى الجانب الأيسر من الميزانية على أنه خليط تمويلي من عدة مـ.ـصادر مختلفة تقوم بتمويل الاستثمارات المقابلة على هذه الـ.ـصورة وليست بصورة منفردة.

وفي هذا المجال نؤكد على أن هناك اختلافات واضـ.ـحة بين مفهوم الهيكل التمويلي الذي تم توضيحه وبين إصلاحات تمويلية أخرى تنحصر في هيكل رأس المال وهيكل الأصول والهيكل المالي حيث إن الكثيـ.ـر مـ.ـن الكتـ.ـاب يـ.ـستخدمون الاصطلاحات المذكورة كاصطلاحات مرادفـ.ـة لاصـ.ـطلاح هيكل التمويل الأمر الذي يبرر ضـ.ـرورة توضـ.ـيح أوجـ.ـه الاختلافات فيما بينها وذلك على الوجه الآتي:

مفهوم هيكل رأس المال Capital Structure :

يرتبط مفهوم هيكل رأس المال بمكونات التمويل طويـ.ـل الأجل في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وهنا ينظر البعض إلى التمويل طويل الأجل على أنه لا يخرج من دائرة حقوق المساهمين، في حين ينظر البعض الآخر إلى التمويل طويل الأجل على أنه حقوق المساهمين والالتزامات طويلـ.ـة

الأجل وبذلك تتسع دائرة هيكل رأس المال الدائم، في حـ.ين ينظر البعض الآخر إلى التمويل طويل الأجل على أنه حقوق المساهمين والالتزامات طويلة الأجل وبذلك تتسع دائرة هيكل رأس المال متمثلاً في الخليط المكون من حقوق المـ.ساهمين ومصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل والجزء الدائم مـ.ن المصادر الخارجية قصيرة الأجل [١].

وبناء على ذلك فمن الواضح أن هيكـ.ل التمويـ.ل أكثـ.ر شمولاً من هيكل رأس المال.

مفهوم هيكل الأصول Assets structure :

يرتبط اصطلاح هيكل الأصول بالجانـ.ب الأيمـ.ن مـ.ن الميزانية العمومية، حيث يعبر عـ.ن المكونـ.ات التفـ.صيلية لأصول المنشأة من حيث توزيع الاستثمارات الإجمالية على كل من الأصول الثابتة ورأس المال العامل والتـ.ي تـ.رتبط بطبيعة النشاط الاستثماري الذي تعمل بـ.ه المنـ.شأة حيـ.ث تختلف الأنشطة الاقتصادية فيما بينهـ.ا مـ.ن حيـ.ث هيكـ.ل

---

[1] – د. سيد الهواري، **الإدارة المالية (منهج القرارات)** القاهرة: مكتبة عين شمس ١٩٧٥، ص ٣٠٥.

الأصول الواجب إقراره، فـ.إذا نظرنـ.ا إلـ.ى المـ.شروعات الصناعية والتي تتمثل طاقتها الإنتاجية والبيعية في الأصول الثابتة فمن المنطقي أن هيكل الأصول هنا سـ.وف يتكـ.ون بالدرجة الأولى من الأصول الثابتة، وكـ.ذلك المـ.شروعات الزراعية والخدمية، في حين أن المشروعات التجارية والتي تتمثل طاقتها البيعية والربحية في أصولها المتداولـ.ة فمـ.ن المنطقي أن يتكون هيكل أصولها وبالدرجة الأولى من رأس المال العامل وبدرجة أقل من الأصول.

مفهوم الهيكل المالي Financial structure:

الواقع إن اصطلاح الهيكل المـ.الي مـ.ن الاصـ.طلاحات التمويلية غير المستخدمة في الكتب والمراجع المتخصـ.صة وذلك بالمفهوم الوارد هنا حيث يستخدم هذا الاصطلاح فقـ.ط للتعبير عن ذات المفهوم المرتبط بالهيكل التمـ.ويلي، إلا أن المفهوم المستخدم هنا لاصطلاح الهيكل المالي هو التعبيـ.ر عن مكونات كل من هيكل التمويل وهيكل الأصول ومـ.دى التوافق بينهما فيما يتعلق بآجال الاستحقاقات وطول الفتـ.رة الزمنية للاستثمار والذي يعبر عنه في صورة اصطلاح آخر وهو منهج التغطية (Hedging approach) والذي يعنـ.ي

ضرورة تمويل كل أصل عن طريق مصدر تمويلي بـ.نفس مستوى الاستحقاق تقريبا.

والآن أصبح واضحا أن اصطلاح الهيكل المالي يتـ.ضمن في داخله اصطلاحي هيكل التمويل وهيكل الأصول، الأمـ.ر الذي يجعله أكثر شمولاً من كل منهما على حدة.

والسؤال الآن: هل يتم إقرار الهيكل التمويلي بالشكل الذي يتوافق مع هيكل الأصول لكي نـ.صل إلـ.ى هيكـ.ل مـ.الي متوازن؟ أم العكس؟ والواقع أن إقرار هيكل أصـ.ول معـ.ين يمثل من وجهة نظرنا متغيرا له صفة الاستقلال، حيث يرتبط بطبيعة النشاط الذي تزاوله المنشأة أو النشاط الذي يرغـ.ب المشروع المقترح اقتحامه، وبالتالي يصبح إقـ.رار الهيكـ.ل التمويلي متغيرا يتصف بالتبعية، أي أنـ.ه متغيـ.ر يخـ.ضع لتحكمنا ويدخل في نطاق صناعة القرار التمويلي.

صفحة ممسوحة في الأصل ص ١٢٧ ورقي

إلى الفهرس

وفي هذا المجال نؤكد للقارئ أن المحاور الثلاثة المذكورة . والتي تمثل قيودا محددة لاتجاه القرار التم.ويلي للم.دير المالي وتدفعه في كثير من الأحيان لإقرار مزيج تم.ويلي لا يمثل بالنسبة له شخصيا بديلاً مرغوبا وكذلك الحال بالن.سبة للملاك أو المساهمين . لا تعكس أهمية نسبية متساوية م.ن حيث تأثير كل منها على صناعة القرار المذكور حيث تؤكد على أن أولها والمتمثل في مخاطرة الأعمال يمثل الاعتب.ار الأساسي والحاكم في صناعة القرار التمويلي، ف.ي الوق.ت الذي يمثل فيه العنصران الثاني والثالث اعتبارات ثانوية من حيث تأثيرهما على صناعة القرار التمويلي. الأم.ر ال.ذي يدفعنا إلى التركيز على العنصر الحاكم في بداي.ة عرض.نا التالي على أن يتبعه عرض سريع للعناصر أو الاعتب.ارات الثانوية الأخرى.

مخاطرة الأعمال ودورها في تك.وين الم.زيج التمويلي:

لقد سبق أن أوضحنا في بداية هذا الفصل أن المشكلة التي نحن بصدد مواجهتها الآن تنحصر في البحث ع.ن أف.ضل

مزيج تمويلي من بين العديد من البدائل التمويليـ.ـة المتاحـ.ـة، وبمعنى أكثر تحديدا البحث عن أفضل بـ.ـديل للمـ.ـزج بـ.ـين الملكية والمديونية الأمر الذي يمكن تلخيصه فـ.ـي محاولـ.ـة الإجابة عن التساؤلات التالية:

س ١: هل نلجأ إلى استخدام الديون إلى جانـ.ـب حقـ.ـوق الملكية في تكوين المزيج التمويلي أم لا؟

س ٢: وإذا كانت الإجابة عن السؤال السابق بالإيجاب فما هي الحدود المناسبة لاستخدام هذه الديون؟

س ٣: ما هو المعيار الأساسي الواجب اسـ.ـتخدامه فـ.ـي تحديد اتجاه الإجابة عن السؤالين السابقين.

وليسمح لي القارئ بتجاوز الترتيب الذي عرضـ.ـت بـ.ـه التساؤلات الثلاث عند الإجابة عنها وذلك من خلال التصدي أولاً للإجابة المحددة عن التساؤل الأخير به، والذي يمثل من وجهة نظرنا الخاصة الأساس المنطقي لـ.ـصناعة القـ.ـرارات المالية والتي يدخل تحت عباءتها القرار التمويلي الذي نحـ.ـن بصدده الآن.

والواقع أن المعيار الأساسي الواجب استخدامه في القطع بمدى جدوى استخدام الديون وحدود استخدامها مـ.ـن عدمـ.ـه

يتمثل في **تعظيم قيمة المنشأة** التي تنعكس بداية في تعظ.يم نصيب السهم العادي من أرباح التوزيع وبالتالي تعظيم قيمته السوقية والتي تعني في التحليل النهائي تعظيم قيمة المنـ.شأة كل ذلك داخل نطاق مدروس من المخاطرة التـ.ي لا يـ.سمح نظريا بتجاوز حدودها.

وفيما يتعلق بالإجابة عن التساؤل الأول من التـ.ساؤلات السابق عرضها فنعتقد أنها ستتجه نحو الاستفادة من الإجابة عن التساؤل الثالث بمعنى أن المزيج التمويلي المفضل سوف يتضمن قدرا من الديون إذا ما تأكد أن هذا الاستخدام سيؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المنشأة بالتسلسل السابق توضيحه، وأن الحد الأقصى لاستخدام الديون سوف يتحدد بتلك النقطة التي تبدأ بعدها قيمة المنشأة في التناقص بزيادة الاعتماد على الديون عند تكوين المزيج التمويلي، الأمر الذي يمثـ.ل فـ.ي واقع الأمر إجابة واضحة ومختصرة عن التساؤل الثاني من التساؤلات الثلاث السابق طرحها.

ونعتقد أن الأمر ما زال في حاجة إلى مزيد من التوضيح حيث لا شك أن الهدف الأساسي من الاعتماد على الـ.ديون كمصدر تمويلي إلى جانب رأس المال ينحصر فـ.ي تعظ.يم

معدل العائد على رأس المال المملوك (ربحية السهم العادي) حيث تعتبر الرافعة المالية . وما ينتج عنها من درجة معينة لدائنية التمويل وما ينتج عن ذلك من أثر نهائي يتمثـل فـي تحمل المنشأة لقدر محسوب من المخاطر الماليـة . شـيئا مرغوبا إذا كان استخدام المنشأة لهذه الديون ذات الالتزامات الثابتة سوف ينتج عنه قدر من العائـد يزيـد علـى تلـك الالتزامات، بحيث يعود هذا العائد الإضافي إلى حملة الأسهم العادية وهنا يتطلب الأمر العمل على تحديـد العلاقـة بـين مكاسب السهم العادي وبين الأرباح قبل الفوائد والـضرائب (صافي أرباح التشغيل) وذلك في ظل بدائل تمويلية متعـددة يمثل كل منها مزيجا معينا بين الملكية والمديونيـة، حيـث يهدف هذا التحليل إلى تحقيق غرضين هامين هما:

١- تحديد مدى تأثر أرباح السهم بتغير حجـم ونـسبة الديون المستخدمة في المزيج التمويلي.

٢- تحديد نقطة التعادل وهي النقطة التي تكون أربـاح السهم عندها واحدة بصرف النظـر عـن نوعيـة مصادر التمويل المكونة للخليط التمويلي.

وفي سبيل تحقيق هذين الغرضين فلنتجه إلى التعامل مـ ع المثال الافتراضي التالي:

فيما يلي البياذ ـات المتاحـ ـة عـ ـن الـ ـشركات أ، ب، ج، والموضحة بالجدول التالي:

جدول رقم (٦)

بيان / شركات	(أ) رافعة مالية صفر %	(ب) رافعة مالية ٣٠ %	(ج) رافعة مالية ٧٠ %
ديوان بمعدل فائدة ٨ %	.	٣ مليون	.
ديون بمعدل ١٢ %	.	.	٧ مليون
رأس مال مملوك (٥٠٠ ج للسهم)	١٠ مليون	٧ مليون	٣ مليون
عدد الأسهم العادية	٢٠,٠٠٠ سهم	١٤,٠٠٠ س	٦٠٠٠ سهم
إجمالي قيمة لتمويل	١٠ مليون	١٠ مليون	١٠ مليون

ويلاحظ أن حجم التمويل الإجمالي متساو في الـ ـشركات الثلاث بالإضافة إلى القيمة الاسـ ـمية للـ ـسهم العـ ـادي، وأن الاختلاف فيما بينها ينحصر في:

- الخليط التمويلي لكل منها.
- عدد الأسهم العادية والذي ينخفض بزيـ ـادة درجـ ـة التمويل بالديون.
- وأن معدل الفائدة على الديون في الشركة (ج) أعلى منه في الشركة (ب) نظرا لتزايد مخاطر التوقف عن

سداد التزامات الديون في الشركة (ج) مقارنة بالشركة (ب).

فإذا افترضنا أن الشركات الثلاث قد مارست أعمالها خلال العام الماضي بمستويات إنتاج ومبيعات واحدة بلغت ٥ ملايين جنيه لكل منها وأن الأرباح قبل الفوائد والضرائب (صافي أرباح التشغيل) تمثل ٢٠ % من قيمة مبيعات كل منها وأن معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٥٠ % للتبسيط في كل من الشركات الثلاث.

وفي ضوء هذه البيانات والمعلومات المتاحة يمكننا تحديد نصيب السهم الواحد من الأرباح القابلة للتوزيع في الشركات الثلاث من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

شركات / بيان	(أ) رافعة مالية صفر %	(ب) رافعة مالية ٣٠ %	(ج) رافعة مالية ٧٠ %
قيمة المبيعات	٥ ملايين	٥ ملايين	٥ ملايين
صافي أرباح التشغيل	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠٠
. فوائد الديون	(٠)	(٢٤٠,٠٠٠)	(٨٤٠,٠٠٠)
صافي أرباح قبل ضرائب	١٠٠٠,٠٠٠	٧٦٠,٠٠٠	١٦٠,٠٠٠
. ضرائب ٥٠ %	(٥٠٠,٠٠٠)	(٣٨٠,٠٠٠)	(٨٠,٠٠٠)
صافي أرباح قابلة للتوزيع	٥٠٠,٠٠٠	٣٨٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠

إلى الفهرس

نصيب السهم العادي من أرباح التوزيع	٢٥ جنيها	٢٧,١ جنيه	١٣,٣ جنيه

ويتأكد من محتويات الجدول التحليلي السابق أن الشركة (ب) هي أفضل الشركات الثلاثة من حيث نصيب السهم العادي من الأرباح القابلة للتوزيع، وأن هذا الربح أقل قليلاً في الشركة أو أقل كثيرا في الشركة (ج) كل ذلك في إطار عدم اختلاف صافي أرباح التشغيل فيما بين الشركات الثلاثة، الأمر الذي يؤكد أن اختلاف طريقة التمويل له أثر ملموس على الأرباح المتبقية للأسهم العادية.

كما يتأكد (حالة الشركة ب) أنه في ظل مستوى معين من أرباح التشغيل الصافية، فإن الاعتماد على قدر معين من التمويل بالديون غير مبالغ فيه سوف يعكس هيكلاً تمويلاً متوازنًا من وجهتي نظر المقرضين والمساهمين؛ مما يترتب عليه إمكانية الحصول على الديون بمعدل فائدة منخفض، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم أرباح الأسهم، في حين أن المبالغة في الاعتماد على الديون (في حالة الشركة ج) وفي ظل نفس المستوى لأرباح التشغيل الصافية سوف يعكس هيكلاً تمويليا يتصف بعدم التوازن نظرا لتزايد

إلى الفهرس

المخاطر المالية، أدى إلى رفع المقرض لمعدل الفائدة، الأمر الذي سيؤدي إلى تخفيض الأرباح المتبقية للأسهم.

ومن المنطقي أن هذه النتائج التي توصلنا إليها لن تبقـ.ى كما هي في حالة تغير مستوى المبيعات بالنسبة لكل شـ.ركة من الشركات الثلاث، وللتأكيد على هذا الأمـ.ر نفتـ.رض أن قيمة المبيعات زادت إلى ١٥ مليون جنيه فما هـ.و الموقـ.ف المتوقف بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح في ظل البـ.دائل المختلفة للتمويل؟

إن الإجابة عن هذا السؤال سوف تتضح مـ.ن محتويـ.ات الجدول التالي:

شركات / بيان	(أ) رافعة مالية صفر %	(ب) رافعة مالية ٣٠ %	(ج) رافعة مالية ٧٠ %
قيمة المبيعات	١٥ مليونا	١٥ مليونا	١٥ مليونا
صافي أرباح التشغيل	٣٠٠٠,٠٠٠	٣٠٠٠,٠٠٠	٣٠٠٠,٠٠٠٠
. فوائد الديون	(٠)	(٢٤٠,٠٠٠)	(٨٤٠,٠٠٠)
صافي أرباح قبل ضرائب	٣٠٠٠,٠٠٠	٢,٧٦٠,٠٠٠	٢,١٦٠,٠٠٠
. ضرائب ٥٠ %	(١٥٠٠,٠٠٠)	(١,٣٨٠,٠٠٠)	(١,٠٨٠,٠٠٠)
صافي أرباح قابلة للتوزيع	١,٥٠٠,٠٠٠	١,٣٨٠,٠٠٠	١,٠٨٠,٠٠٠
نصيب السهم العادي من أرباح التوزيع	٧٥ جنيها	٩٨,٧٥ جنيه	١٨٠ جنيها

إلى الفهرس

ومن الواضح أنه عند هذا المستوى الأكبر لقيمة كل مـ.ن المبيعات وصافي أرباح التشغيل نجد أن اسـ.تخدام الـ.ديون بشكل متزايد يؤدي إلى تعظيم قيم الأرباح القابلـ.ة للتوزيـ.ع وبالتالي تعظيم نصيب السهم من الربح.

ومن كل ما سبق يتأكد أنه عند مستويات مرتفعـ.ة مـ.ن أرباح التشغيل الصافية (والتي تعكس مستوى مرتفـ.ع مـ.ن المبيعات والتي تعكس أيضا حالـ.ة مـ.ن حـ.الات الـ.رواج الاقتصادي) فإن المبالغة في الاعتماد على التمويل بالـ.ديون يؤدي إلى نتائج إيجابية تتمثل في تعظيم نصيب السهم مـ.ن الأرباح القابلة للتوزيع.

وأنه عند مستويات أقل من أرباح التشغيل الصافية (والتي تعكس مستوى متوسطا من المبيعات والتي تعكس – أيضا – حالة من الحالات العادية للاقتصاد) فإن الاعتماد على قـ.در محدود من الديون يؤدي إلى نتائج إيجابية متمثلة في تعظـ.يم نصيب السهم من الأرباح القابلة للتوزيع.

ومن المؤكد أنه عند مستويات أرباح التشغيل المنخفـ.ضة والتي تعكس العمل في ظـ.ل حالـ.ة مـ.ن حـ.الات الكـ.ساد الاقتصادي فإن الاعتماد على التمويل بالديون سوف يـ.ؤدي

إلى الفهرس

إلى نتائج سلبية متمثلة في تدهور نصيب السهم من الأربـ.اح القابلة للتوزيع.

هذا وبعد الانتهاء من عرضنا السابق والمتعلق بالمقارنـ.ة بين المزيج التمويلي لشركات ثلاث والـ.ذي أكـ.د علـ.ى أن مستوى المبيعات وقيمة أرباح التشغيل تمثـ.ل الاعتبـ.ار أو العنصر الحاكم في تكوين المزيج التمويلي وأنـ.ه فـ.ي ظـ.ل مستوى معين منه يمكن استخدام الرافعة المالية بحدود مقبولة للحفاظ على مستوى مرضٍ من أرباح الأسهم وبالتالي الحفاظ على قيمة المنشأة.

ويبقى في هذا المجال أن نؤكـ.د للقـ.ارئ علـ.ى أهميـ.ة وخطورة مستوى الإيرادات أو المبيعات المتوقعة في صناعة القرار الخاص بالمزيج التمويلي وهو الأمر الـ.ذي سنـ.سعى لتحقيقه من خلال الحالة الافتراضية التالية:

شركة صناعية تبلغ قيمة استثماراتها الإجمالية في نهايـ.ة عام ١٩٩٤، ١٠٠ مليون جنيه تستخدم في تمويلهـ.ا مزيجـ.ا تمويليا يعتمد على استخدام رافعة مالية ٤٠ % وأن رأسمالها المملوك والذي تبلغ قيمته ٦٠ مليون جنيه مقسم إلى أسـ.هم عادية، القيمة الاسمية لكل منها ٦٠٠ جنيه.

وتفكر إدارة الشركة في استثمارات إضافية بمعدل ٥٠ % من قيمة استثماراتها الآن وأمامهـا ثلاثـة بـدائل للتمويـل الإضافي بيانها كالآتي:

البديل الأول: ينحصر في تمويـل الاسـتثمارات الإضـافية بكامل قيمتها بالملكية وذلك بإصدار أسـهم عاديـة جديدة بقيمة قدرها ١٠٠٠ ج للسهم الواحد.

البديل الثـاني: ينحصر في تمويل الاسـتثمارات الإضـافية باستخدام رافعة مالية ٢٠ % بـسعر فائـدة ١٢ % على أن يتم تمويل القيمة المتبقية بإصدار أسهم عادية جديدة بقيمة قدرها ١٠٠٠ جنيه للسهم الواحد.

البديل الثالث: يتمثل فـي تمويـل الاسـتثمارات الإضـافية باستخدام رافعة مالية ٥٠ % بـسعر فائـدة ١٥ % على أن يتم تمويل القيمة المتبقية بإصدار أسهم عادية جديدة بقيمة قدرها ١٠٠٠ جنيه للسهم الواحد.

ويذكر المدير المالي للشركة أن مبيعاتها فـي الـسنوات الأخيرة تتراوح ما بين ٤٠ مليون جنيه و ٣٠٠ مليون جنيـه الأمر الذي اتجه به إلى ضرورة تقيـيم البـدائل التمويليـة المطروحة في ظل أربعة مستويات لقيم المبيعات المتوقعـة

وهي ٤٠ مليون جنيه، ١٠٠ مليون جنيه ٢٠٠ مليون جنيه، ٣٠٠ مليون جنيه.

وتخضع أرباح الشركة لمعدل ضريبة قدره ٤٠ % ويمثل صافي أرباح التشغيل ٤٠ % أيضا من قيمة المبيعات.

والواقع أن القرار هنا هو قـ.رار مجلـ.س إدارة الـ.شركة والذي كلف المدير المالي بإعداد تقرير يساعد في صـ.ناعة واتخاذ القرار.

وهنا يبدأ المدير المالي للشركة تقريره بإعـ.داد التحليـ.ل التالي:

. تحديد موقف البدائل التمويلية من حيث عـ.دد الأسـ.هم والالتزامات المرتبطة بالديون الإضافية وذلك مـ.ن خـ.لال الجدول التالي:

جدول رقم (٩)

بدائل التمويل بيان	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
عدد الأسهم العادية الآن	١٠٠,٠٠٠ سهم	١٠٠,٠٠٠ سهم	١٠٠٠٠٠ سهم
عدد الأسهم العادية الجديدة	٥٠,٠٠٠ سهم	٤٠,٠٠٠ سهم	٢٥٠٠٠ سهم
إجمالي عدد الأسهم	١٥٠,٠٠٠ سهم	١٤٠,٠٠٠ سهم	١٢٥٠٠٠ سهم
فوائد التمويل الإضافية (ج)	.	١,٢٠٠,٠٠٠	٣,٧٥٠,٠٠٠

. تقييم النتائج المرتبطة بالبديل التمويلي الأول (رافعة مالية = صفر %).

وهنا يقوم المدير المالي بإعداد الجدول التحليلي التالي: .

جدول رقم (١٠)

(القيمة بالألف جنيه)

مستويات المبيعات بيان	٤٠ مليون ج	١٠٠ مليون ج	٢٠٠ مليون ج	٣٠٠ مليون جنيه
صافي أرباح التشغيل ٤٠ % من المبيعات	١٦,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
. فوائد التمويل الإضافي	(٠)	(٠)	(٠)	(٠)
صافي أرباح قبل الضرائب	١٦,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
. ضرائب (٤٠ %)	(٦,٤٠٠)	(١٦,٠٠٠)	(٣٢,٠٠٠)	(٤٨,٠٠٠)
صافي أرباح توزيع	٩,٦٠٠	٢٤,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٧٢,٠٠٠٠
نصيب السهم من أرباح التوزيع (١٥٠,٠٠٠ سهم)	٦٤ جنيها	١٦٠ جنيها	٣٢٠ جنيها	٤٨٠ جنيها

وتؤكد محتويات هذا الجدول أن نصيب السهم من أرباح التوزيع يرتبط بعلاقة طردية بمستوى المبيعات المتوقع.

. تقييم النتائج المرتبطة بالبديل التمويلي الثاني (رافعة مالية = ٢٠ %).

وهنا يقوم المدير المالي بإعداد الجدول التحليلي التالي:

إلى الفهرس

جدول رقم (١١)

(القيمة بالألف جنيه)

مستويات المبيعات بيان	٤٠ مليون ج	١٠٠ مليون ج	٢٠٠ مليون ج	٣٠٠ مليون جنيه
صافي أرباح التشغيل ٤٠ % من المبيعات	١٦,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
. فوائد التمويل الإضافي	(١٢٠٠)	(١٢٠٠)	(١٢٠٠)	(١٢٠٠)
صافي أرباح قبل الضرائب	١٤,٨٠٠	٢٨٨٠٠	٧٨٨٠٠	١١٨٨٠٠
. ضرائب (٤٠ %)	(٥٩٢٠)	(١٥٥٢٠)	(٣١٥٢٠)	(٤٧٥٢٠)
صافي أرباح توزيع	٨٨٨٠	٢٣٢٨٠	٤٧٢٨٠	٧١٢٨٠
نصيب السهم من أرباح التوزيع (١٤٠,٠٠٠ سهم)	٦٣,٤ جنيه	١٦٦,٣ جنيه	٣٣٧,٧ جنيه	٥٠٩,١ جنيه

وبعد ذلك يتجه المدير المالي إلى:

. تقييم النتائج المرتبطة بالبديل التمويلي الثالث (رافعة مالية = ٥٠ %).

وهنا يقوم المدير المالي بإعداد الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (١٢)

(القيمة بالألف جنيه)

مستويات المبيعات بيان	٤٠ مليون ج	١٠٠ مليون ج	٢٠٠ مليون ج	٣٠٠ مليون جنيه
صافي أرباح التشغيل ٤٠ % من المبيعات	١٦,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
. فوائد التمويل الإضافي	(٣٧٥٠)	(٣٧٥٠)	(٣٧٥٠)	(٣٧٥٠)
صافي أرباح قبل الضرائب	١٢٢٥٠	٣٦٢٥٠	٧٦٢٥٠	١١٦٢٥٠
. ضرائب (٤٠ %)	(٤٩٠٠)	(١٤٥٠٠)	(٣٠٥٠٠)	(٤٦٥٠٠)
صافي أرباح توزيع	٧٣٥٠	٢١٧٥٠	٤٥٧٥٠	٦٩٧٥٠
نصيب السهم من أرباح التوزيع (١٢٥,٠٠٠ سهم)	٥٨,٨ جنيه	١٧٤ جنيها	٣٦٦ جنيها	٥٥٨ جنيها

هذا وبعد نهاية إعداد المدير المـالي للـشركة للجـداول التحليلية الثلاثة السابقة ينهي تقريره بالتوصية التالية:

- أنه وفي ظل مستوى مبيعات متوقع ٤٠ مليون جنيه ننصح باقتناء البديل التمويلي الأول والذي لا يتضمن استخداما للديون، حيث إنه في ظل درجة مخـاطرة أعمال مرتفعة لا يمكن تحمل أية درجات المخاطرة المالية المرتبطة باستخدام الديون.
- أنه وفي ظل مستوى مبيعات متوقـع ١٠٠ مليـون جنيه ننصح باقتناء البديل التمويلي الثالـث والـذي يتضمن استخداما للديون بمعدل ٥٠ % مـن جملـة التمويل الإضافي المطلوب، حيث إنه في ظل هـذا

المستوى من المبيعات تنخفض نسبيا درجة مخاطرة الأعمال، الأمر الذي يمكن معه تحمل هذه الدرج.ة المرتفعة من المخاطرة المالية.

- أنه وفي ظل مستوى مبيعات متوق.ع ٢٠٠ مليـ.ون جنيه ينصح أيضا باقتناء البـ.ديل التمـ.ويلي الثالـ.ث والذي يتضمن استخداما للديون بمعدل ٥٠ % مـ.ن جملة التمويل الإضافي المطلوب، حيث إنه في ظـ.ل هذا المستوى المرتفع من المبيعات تنخفض درجـ.ة مخاطرة الأعمال الأمر الذي يمكن معه تحمل هـ.ذه الدرجة المرتفعة من المخاطر المالية.
- ومن المنطقي وفي ظل مستوى مبيعات متوقع ٣٠٠ مليون جنيه تزداد فعالية اقتناء البديل التمويلي الثالث . حيث تسمح درجة مخـ.اطرة الأعمـ.ال الأكثـ.ر انخفاضا باستخدام الديون بمعـ.دل ٥٠ % بـ.صورة أكثر إيجابية على ربحية السهم.

وفي نهاية عرضنا لهذا الاعتبار الحاكم والمتمثـ.ل فـ.ي مخاطرة الأعمال والتي تـ.رتبط بـ.شكل مباشـ.ر بمـ.ستوى المبيعات وتغيراته المتوقعة بالزيادة والنقص، الأمـ.ر الـ.ذي

يعني – وفي التحليل النهائي – أنـه كلمـا زادت مخـاطرة الأعمال في الشركة، والمتمثلة في الانخفاض الجوهري فـي المبيعات، يصبح أمرا حتميا على المتصدي لتكوين وإقـرار المزيج التمويلي أن يخفض من درجة الاعتماد على التمويل بالديون والعكس صحيح.

وننوه في هذا المجال إلى أن الفصل الـسابع مـن هـذا الكتاب والمخصص لعرض برنامجنا لتحليل قرارات التمويل يحوي في طياتـه عرضـا مفـصلا لمخـاطرة الأعمـال، والمخاطرة المالية من حيث مفاهيمها ونماذج قياسـها، هـذا بالإضافة إلى مدخلنا المقترح لتحليل الهيكل التمويلي وأسلوب تطبيقه بالإضافة إلى كيفية استخدامه في مجال إقرار المزيج التمويلي الملائم.

درجة اليسر المالي الفني ودورها في تكوين المزيج التمويلي

لقد سبق أن أكدنا على أن هذا الاعتبار يمثل اعتبارا ثانويا في مجال التصدي للقرار الخاص بتكوين المزيج التم.ويلي للمنشأة مقارنة بمخاطرة الأعمال والتي تمثل الاعتبار الحاكم في هذا المجال.

وتكون المنشأة في حال يسر مالي فني في حالة ق.درتها على مواجهة متطلبات سداد التزاماتها قصيرة الأج.ل م.ن خلال رأسمالها وذلك في ميعاد استحقاقها وبدون خسائر.

ومن الواضح أن المنشأة التي ترتبط بحالة عسر مالي فني سوف تواجه مشكلات متزايدة فيما لو كان مزيجها التمويلي يعتمد في تكوينه على رافعة مالية عالية، الأمر الذي يعني أن تكوين المزيج التمويلي للمنشأة وخاص.ة إذا ك.ان مزيج.ا تمويليا إضافيا لتمويل توسعات استثمارية مقترحة يج.ب أن يأخذ في حساباته درجة اليسر المالي الفن.ي بالمن.شأة م.ع التأكيد على أهمية الاعتبار الحاكم الخاص بمستوى المبيعات المتوقع ومخاطرة الأعمال.

سعر الفائدة السائد في السوق ودوره في تكوين المزيج التمويلي

إن سعر الفائدة في لغة الاقتصاد هي مـا يـدفع مقابـل استخدام قرض لفترة زمنية متعارف عليها وهي عادة سـنة، ويعبر عن سعر الفائدة دائما كنسبة مئوية والذي يتم تحديـده من خلال تلاقي قوى عرض الأرصدة القابلة للإقراض مـع قوى الطلب عليها الأمر الذي يؤدي إلى تغيرات فـي سـعر الفائدة السائدة في السوق نحو الارتفاع والانخفاض.

ومن المنطقي أن انخفاض سعر الفائدة السائد في الـسوق وقت صناعة القرار الخاص بتكوين المزيج التمويلي سيكون عاملاً مشجعا في اتجـاه زيـادة الاعتمـاد علـى التمويـل بالقروض والعكس صحيح، وذلك وبالضرورة داخل حـدود مطمئنة من مخاطرة الأعمال المتمثلة في مستوى المبيعـات المتوقع.

والواقع أن تكوين المزيج التمويلي والاعتبارات المختلفـة المؤثرة في اختياره بالصورة السابق عرضها تندرج تحـت إطار مفهوم المتاجرة على الملكيـة Trading on equity

من خلال استخدام الرافعة الماليـ.ـة Financial leverage، حيث إن الرافعة المالية ترتبط بشكل مباشر بالمتاجرة علـ.ـى الملكية حيث يلجأ المدير المالي في المنشأة إلـ.ـى اقتـ.ـراض احتياجاته التمويلية للاستثمار أو التشغيل أو جزء منها مقابل الالتزام بفائدة محددة مسبقًا بـ.ـصرف النظـ.ـر عـ.ـن نتـ.ـائج الاستثمار والتشغيل، وهنا يرتبط المزيج التمـ.ـويلي للمنـ.ـشأة باستخدام الرافعة المالية الأمر الذي يجعلـ.ـه حريـ.ـصا علـ.ـى استثمار وتشغيل ما أتيح له من قروض لتحقيق معدل عائـ.ـد أكبر من معدل الفائدة ليحقق نتيجتـ.ـين إيجـ.ـابيتين فـ.ـي ذات الوقت وهما:

١- الوفاء بالتزامات القروض المحددة مسبقًا في ميعـ.ـاد استحقاقها وتجنب مواجهة حـ.ـالتي الحـ.ـرج المـ.ـالي والعسر المالي الفني، الأمر الذي يؤدي وفي التحليل النهائي إلى تحسن الموقف الائتماني للمنشأة الحـ.ـالي والمتوقع في حالة الحاجـ.ـة إلـ.ـى طلـ.ـب قـ.ـروض وتسهيلات مصرفية جديدة.

٢- إمكانية تعظيم عائد الملاك أو المساهمين من خـ.ـلال تحقيق أرباح صافية قابلة للتوزيع أكبر في قيمتهـ.ـا

مما كانت ستكون عليه في حالة عدم الاعتماد علـى التمويل بالقروض، وهو الأمر الذي يعكس ما يمكن أن نطلق عليه المتاجرة الإيجابية على الملكية وذلك على الرغم من تحمل المنشأة لقدر مـن المخـاطرة المالية المدروسة.

ومن الواضح الآن أن المخاطرة الماليـة تـرتبط بـشكل مباشر باستخدام الرافعة المالية والمتاجرة على الملكية.

والسؤال الآن والذي نوجهه للقارئ بهدف التأكد من يسر المتابعة وتعميق الجوانب الإدراكية لديه عن الحالات التـي ينعدم فيها تواجد المخاطرة المالية في منشأة ما؟

والإجابة المنطقية [1] عن هذا الـسؤال تتمثـل فـي أن المخاطرة المالية بالمفهوم الذي حددناه تنعدم في أي نوع في أحد حالتين:

---

[1] – د. سيد الهواري، د. نبيل شاكر، الإدارة المالية مـدخل صـناعة وتحليل قرارات الاستثمار والتمويل، القاهرة: مكتبـة عـين شـمس، ١٩٩٤، م ص ٨٩ إلى ص ٩٣.

الأولى: أن يتم تمويل استثمارات المشروع بكامل قيمتها من الأموال المملوكة الأمر الذي يعني أن الرافعة المالية وفي هذه الحالة ستكون صفر %.

أما الحالة الثانية: والتي تنعدم فيها المخاطرة المالية هي تلك الحالة التي يعتمد فيها المشروع على تمويل استثماراته بالأموال المملوكة بالإضافة إلى قدر من التسهيلات المالية بالمشاركة سواء من البنوك أو من الأفراد.

ويهمنا أيضا في هذا المجال أن ندعم مهارة القارئ والمدير المالي على وجه الخصوص فيما يتعلق بالمقارنة بين التمويل الخارجي بالقروض المصرفية (استخدام الرافعة المالية) وبين التمويل الخارجي بالمشاركة في الربح والخسارة وذلك من خلال حالة افتراضية بيانها كما يلي:

تحتاج إحدى الشركات إلى تمويل إضافي لتمويل استثمارات إضافية قدرها مليون جنيه وأمامها بديلان لهذا التمويل الإضافي هما:

البديل الأول: الارتباط بقرض إضافي بمعدل فائدة ١٦ % وبنسبة ٥٠ % من التمويل الإضافي على أن يتم تمويل المبلغ الباقي بالملكية.

البديل الثاني: الحصول على التمويـ.ل الإضـ.افي بأسـ.لوب المشاركة وبمعدل ٥٠ % أيضا من التمويل الإضافي المطلوب على أن يتم تمويل الباقي بالملكية وذلك مقابل أتعاب إدارة بمعدل ٣٠ %.

والمطلوب إجراء المفاضلة بين البديلين من منظور تعظيم صافي أرباح المساهمين في ظل ثـ.لاث حـ.الات محتملـ.ة للأحوال الاقتصادية المتوقعة السيئة والعادية والجيدة والتـ.ي ترتبط بمعدلات ربح قبل الفوائد والضرائب ١٠ %، ١٥ %، ٢٠ % من التمويل الإضافي على التوالي، علما بأن الشركة معفاة من الضرائب.

وقبل أن نعرض للتحليل الكمي المفصل لهذه الحالة والذي يساعد المدير المالي في اتخاذ قراره بتحديد البديل التمـ.ويلي الأفضل في ظل الأحوال الاقتصادية المتوقعة نوجه انتباهـ.ه إلى ما يلي:

١- أن التحليل هنا سيتجه نحو أسلوب التحليـ.ل الحـ.دي بمعنى الاهتمام فقط بالتمويل الإضافي مـ.ن حيـ.ث

التكلفة الحدية والعائد الإضافي مع إهمال أو تثبيـت الموقف المالي قبل التفكير في التمويل الإضافي.

٢- أن التمويل بالقروض الإضافية سيتمثل في الاعتماد على قرض إضافي قيمته نصف مليون جنيه يحمـل الشركة فوائد تمويل إضافية قدرها ٨٠,٠٠٠ جنيـه تظل قيمتها ثابتة في ظل أي حالـة مـن الحـالات الاقتصادية المتوقعة.

٣- أن صافي الربح الإضافي القابل للتوزيع بعد الفوائد والضرائب سيمثل مجال تقييم بديل الاقتراض.

٤- أن نصيب الملاك الإضافي من الأرباح سيمثل مجال تقييم بديل التمويل بالمشاركة والذي يمثـل حاصـل جمع أتعاب الإدارة (يقوم بهـا المـلاك) ونـصيب الملاك من صافي الربح بعد خصم أتعاب الإدارة.

والآن فلنعرض للتحليل المفصل لتقييم بديلي التمويل مـن خلال الجدول التالي:

جدول رقم (١٣)

(القيمة بالجنيه)

بيان	الحالات الاقتصادية المتوقعة ومعدلات العائد		
	سيئة	عادية	جيدة
بدائل التمويل الإضافي ومعدلات العائد	١٠ %	١٥ %	٢٠ %
بديل الاقتراض الإضافي			
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠
. فوائد تمويل إضافي	(٨٠٠٠٠)	(٨٠٠٠٠)	(٨٠٠٠)
صافي الربح قبل الضرائب	٢٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠
. ضرائب	.	.	.
صافي الربح الإضافي القابل للتوزيع	٢٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠
بديل التمويل بالمشاركة			
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠
. فوائد التمويل الإضافي	.	.	.
صافي ربح قبل الضرائب			
. أتعاب الإدارة ٣٠ %	١٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠
صافي ربح قبل الضرائب	(٣٠٠٠٠)	(٤٥٠٠٠)	(٦٠٠٠٠)
. ضرائب	٧٠٠٠٠	١٠٥٠٠٠	١٤٠٠٠٠
صافي ربح بعد الضرائب	.	.	.
. نصيب المشاركين ٥٠ %	٧٠٠٠٠	١٠٥٠٠٠	١٤٠٠٠٠
نصيب الملاك من الربح الصافي	(٣٥٠٠٠)	(٥٢٥٠٠)	٧٠٠٠٠
	٣٥٠٠٠	٥٢٥٠٠	٧٠٠٠٠
نصيب الملاك الإضافي من الربح	٦٥٠٠٠	٩٧٥٠٠	١٣٠٠٠٠

إلى الفهرس

وتوضح محتويات الجدول السابق الحقائق الآتية:

١- أن التمويل بالمشاركة يتفوق كثيرا علـى التمويـل بالاقتراض في ظل الأحوال الاقتصادية السيئة حيث تزيد مخاطرة الأعمال مما يحتم تخفيض المخـاطرة المالية من خلال عدم استخدام الرافعة المالية حيـث ستعطي المتاجرة على الملكية نتـائج محـدودة أو سلبية على موقف المساهمين.

٢- أن التمويل بالمشاركة يتفوق بدرجة معقولـة علـى التمويل بالقروض في ظـل الأحـوال الاقتـصادية العادية.

٣- أن التمويل بالمشاركة يتفوق بدرجة غير جوهريـة على التمويل بالقروض في ظل الأحوال الاقتصادية الجيدة.

هذه هي نتائج التحليل التي تساعد المدير المـالي علـى اتخاذ القرار التمويلي السليم.

أما في حالات الرواج الاقتصادي المتوقعة والتي تـسمح بتفوق بديل التمويل بالقروض عن بديل التمويل بالمـشاركة فيتوقع أن يلعب التركيب السيكولوجي للمدير المالي والمرتبط

بالمخاطرة المالية دورا مؤثرا في صـ.ـناعة القـ.ـرار، هـ.ـذا بالإضافة إلى الاتجاه العقَدِي المتعلق بالحلال والحرام.

الفصل الثالث

تكلفة التمويل

(العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار)

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

تمثل محتويات هذا الفصل محور العلاقة المباشرة بين كل من قرارات التمويل وقرارات الاستثمار المتمثلة في تكلفـة التمويل والتي يتم حساب معدلها عند صناعة القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي الملائم، ويمتـد اسـتخدامه عمليا بعد ذلك عند التصدي لصناعة قرارات الاستثمار حيث يمثل هذا المعدل الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب كسبه عند تقييم الاستثمارات المقترحة وذلـك علـى افتراض عدم وجود مخاطرة.

وسوف يلاحظ القارئ أن اهتمامه بالفصل الأول سـوف ييسر من مهمته في استعراض محتويات هذا الفصل.

الواقع أن محتوى ومضمون هذا الفصل يهدف إلى تنميـة قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام التام والواعي بمفهوم تكلفة التمويل وكيفيـة استخدامها عمليا.

٢- اكتساب المهارة المرتبطة بقيـاس تكلفـة التمويـل لمختلف مصادر التمويل المكونة للمزيج التمـويلي

وذلك باستخدام النماذج الرياضية المرتبطـة بكـل منها.

حالـة رقميـة فـي اتجـاه الـسيطرة علـى الموضوع:

من تراكمات خبرتنا في التدريس بالإضافة إلى اهتمامنـا الشديد بالإلمام الواعي للقارئ أو الدارس بالموضوع مجـال المناقشة رأينا أن نعرض للحالة الرقمية التالية:

شركة تبلغ قيمة مبيعاتها السنوية ١٠٠ مليون جنيه، وقيمة الربح قبل الفوائد والضرائب (بمعدلي ١٨ %، ٢٢ % علـى التوالي) ٢٥ مليون جنيه، وإجمالي أصولها ١٠٠ مليون ثـم تمويلها بالمزيج التالي:

٢٠ % قرض مصرفي.

٢٠ % أسهم ممتازة بقيمة اسمية ١٠٠٠ جنيـه للـسهم ومصاريف إصدار ٢٠ جنيها للسهم وتوزيع محـدد قـدره ١٨٠ جنيها للسهم.

٦٠ % رأس مـال مقـسم إلـى ٣٠٠٠٠ سـهم بـدون مصاريف إصدار.

١٠٠ %

فهل يمكننا عزيزي القارئ استخدام البيانات الموضحة في الإجابة عن سؤالين هما:

س ١: تحديد قيمة صافي الأرباح القابلة للتوزيـع علـى المساهمين؟

س ٢: استخدام إجابة الـسؤال الأول فـي اسـتخلاص المفاهيم الفكرية المرتبطة بموضوع تكلفة التمويل؟

وللإجابة عن السؤال الأول والمتمثلة فـي تحديـد قيمـة صافي الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين يلزمنا إعـداد قائمة دخل للشركة عن السنة المنتهية على الوجه التالي:

جدول رقم (١)

بيان	القيمة بالألف جنيه
قيمة الربح قبل الفوائد والضرائب . فوائد التمويل (٢٠ مليون × ١٨ %)	٢٥,٠٠٠ (٣٦٠٠)
قيمة الربح قبل الضرائب . ضرائب ٢٢ %	٢١٤٠٠ (٤٧٠٨)
صافي الربح بعد الضريبة . توزيعات أرباح الأسهم الممتازة (١٨٠ × ٢٠,٠٠٠ سهم)	١٦٦٩٢ (٣٦٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع (٣٠,٠٠٠ سهم)	١٣,٩٢

وبعد أن توصلنا إلى تحديد قيمة الأرباح الصافية القابلة للتوزيع على المساهمين من خلال إعداد القائمة السابقة يمكننا استخلاص المفاهيم الفكرية التالية.

١- أن المزيج التمويلي للشركة قد تم تكوينه بالاعتماد على مصادر تمويل ثلاثة وهي:

١/ ١ . القروض المصرفية (السندات طويلة الأجل).

١/ ٢ . الأسهم الممتازة.

١/ ٣ . الأسهم العادية (رأس المال المملوك).

٢- أن المصادر التمويلية الثلاثة المذكورة ومن منظور الشركة تمثـل فـي ذات الوقـت ثلاثـة مجـالات للاستثمار وهي:

٢/ ١: الإقراض المصرفي للبنوك.

٢/ ٢: المستثمرون حملة الأسهم الممتازة.

٢/ ٣: المستثمرون حملة الأسهم العادية (ملاك الشركة أو مساهميها).

٣- أن أولوية سداد الالتزامات كما تقوم بـه الـشركة طالبة التمويل تبدأ بسدادها لفوائد التمويل بالقروض المصرفية . والسندات في حالة تواجـدها . ثـم توزيعات أرباح الأسهم الممتازة وأخيرا حملة الأسهم العادية وهو الأمر الذي يعني ما يلي:

٣/ ١: أن القروض المصرفية تمثل بالنسبة للـشركة أكبـر مصادر التمويل عبئًا تمويليا في حـين يمثـل رأس المال المملوك أقل مصادر التمويل عبئًا في الوقـت الذي تمثل فيه الأسهم الممتازة مصدرا تمويليا أقـل

عبئًا من القروض وأعلى عبئًا تمويليا مـ.ن الأسـ.هم العادية.

٣/ ٢: انطلاقًا من طبيعة العلاقة المتعارضة بـ.ين مـ.صلحة الشركة طالبة التمويل وبين مـ.صلحة المـ.ستثمرين بأنواعهم الثلاثة يتأكد لنا الحقائق التالية:

٣/ ٢/ ١: أن المساهمين حملة الأسهم العادية يتحملون أعلى درجات مخاطرة الاستثمار، الأمر الذي ينعكس على زيادة معدل العائد الذي يطلبونـ.ـه علـ.ـى الاسـ.تثمار والذي يمثل أعلى معدلات تكلفة التمويل من منظور الشركة طالبة التمويل:

٣/ ٢/ ٢: أن المستثمرين حملة الأسهم الممتـ.ازة يتحملـ.ون درجة من مخاطرة الاسـ.تثمار أقـ.ل مـ.ن درجـ.ة المخاطرة المرتبطة بحملة الأسهم العاديـ.ة ودرجـ.ة أعلى من درجـ.ة المخـ.اطرة المرتبطـ.ة بـ.البنوك المقرضة وهو الأمر الذي يؤكـ.د علـ.ى أن تكلفـ.ة التمويل بإصدار أسهم ممتازة ستكون أعلى من تكلفة التمويل بالقروض وأقل من تكلفة التمويل بالأسـ.هم العادية.

٤- فيما يتعلق بالقروض المصرفية يلاحظ أن فوائـدها تسدد قبل سداد الضرائب المستحقة، الأمر الذي يتجه بنا إلى القناعة بإحداثها لوفر ضريبي تـستفيد منـه الشركة طالبة التمويل، ومن جهة أخرى إلى القناعة بانخفاض التكلفة الحقيقية للقروض (التكلفة المـؤثرة سلبيا) عن معدل الفائدة الاسمي وهو الأمـر الـذي يمكننا إثباته كمياَ على الوجه التالي:

٤/ ١: بافتراض جدلي بعدم اعتماد هذه الشركة على التمويل بالقروض المصرفية ستختلف حتما قيمة الـضرائب المدفوعة عن القيمة المسددة أو المـستحقة بالفعـل، حيـث سـتكون ٥٥٠٠ ألـف جنيـه (٢٥,٠٠٠ × ٠,٢٢)، الأمر الذي يؤكد أن هناك وفـرا ضـريبيا قدره ٧٩٢ ألف جنيه (٥٥٠٠ . ٤٧٠٨).

٤/ ٢: أن النتيجة السابقة تؤكد أن قيمة فوائد التمويل الحقيقية أو المؤثرة سلبيا على أرباح الشركة ستكون ٢٨٠٨ ألف جنيه (٣٦٠٠ . ٧٩٢ ألـف جنيـه) وليـست ٣٦٠٠ ألف جنيه.

٤/ ٣: أن النتيجة السابقة تؤكد أن معدل التكلفة الحقيقي

للقروض ١٤,٠٤ % ($\frac{٢٨,٨}{٢٠٠٠٠}$ × ١٠٠) وليس ١٨ %

وهو المعدل الذي يمكننا التوصل إليه مباشـ.ـرة بـ.ـضرب معدل الفائدة الاسمي في مكمل سعر الضريبة (١٨ % × ٧٨ % = ١٤,٠٤ %.

٥- وفيما يتعلق بإصدارات الأسهم الممتازة فـ.ـيلاحظ أن توزيعات أرباحها والتي يتم تحديدها بشكل مـ.ـسبق كما هو الحال بالنسبة لفوائد القروض والسندات يتم الوفاء بها بعد سداد الضرائب المستحقة على اعتبار أنها تمثل توزيعا للربح وليس عبئًا يحمـ.ـل عليـ.ـه، الأمر الذي يعني بالـ.ـضرورة عـ.ـدم ارتبـ.ـاط هـ.ـذا المصدر بإحداث أي وفر ضريبي للـ.ـشركة طالبـ.ـة التمويل وبمراجعـ.ـة البيانـ.ـات التفـ.ـصيلية للأسـ.ـهم الممتازة نجد ما يلي:

٥/ ١: أن القيمة الاسمية للسهم الممتاز والتي دفعها المستثمر للشركة عند إصدارها له هي ١٠٠٠ جنيه في مقابل التزام الشركة في حالة وجود أرباح كافية . بتوزيع

إلى الفهرس

١٨٠ جنيه لحامل هذا السهم الأمر الـ ذي يعنـ ي أن معدل تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار هذا السهم

١٨ % ($\frac{١٨٠}{١٠٠٠}$ ×١٠٠) والذي يمثل أيضا معدل عائد

على الاستثمار لحامل هذا السهم الممتاز.

٥/ ٢: إذا ما أخذنا في الاعتبار مصاريف الإصـ دار التـ ي تحملتها الشركة المصدرة للسهم الممتـ از يتأكـ د أن القيمة الصافية من ثمن السهم والقابلـ ة للاسـ تثمار ستنخفض عن قيمته المـ صدرة بمقـ دار مـ صاريف الإصدار لتصل إلى ٩٨٠ جنيها فقـ ط وأن هـ ذا لا يعفي الشركة المصدرة من الالتـ زام بتوزيـ ع ١٨٠ جنيها لهذا السهم وهو الأمر الذي يعني وفي التحليل النهائي أن تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار هذا السهم سترتفع

من ١٨ % إلى ١٨,٣٧ % $\frac{١٨٠}{٩٨٠}$ × ١٠٠)

٦- من خلالا النتيجتين المستخلصتان مـ ن العنـ صران (٤)، (٥) يتأكد للقارئ على الـ رغم مـ ن تـ ساوي

إلى الفهرس

معدلي تكلفة التمويل لكل من القـروض والأسـهم الممتازة قبل الأثر الضريبي ومصاريف الإصـدار لكل منهما علـى التـوالي إلا أن تكلفـة التمويـل المرتبطة بالقروض قد انخفضت مـن ١٨ % إلـى ١٤,٠٤ % في حين ارتفعت تكلفة التمويل المرتبطة بالأسهم الممتازة من ١٨ % إلى ١٨,٣٧ % وهـو الأمر الذي يتوافق بشكل تام مع منطقيـة الأصـول العلمية التي سبق لنا التأكيد عليها.

٧- وأخيرا وفيما يتعلق بموقف المساهمين حملة الأسهم العادية فيلاحظ أن ما يخصهم من الأرباح المحققة قد بلغت قيمته ١٣,٩٢ ألف جنيه وهو العائد الـصافي على استثماراتهم في رأس المال والبالغـة ٦٠٠٠٠ ألف جنيه الأمر الذي يعني معدل عائدهم على

الاستثمار قد بلغ ٢١,٨٢ % ($\frac{١٣,٩٢}{٦٠٠٠٠}$ × ١٠٠)

وهو الأمر الذي يعني مع تثبيت العديد من الاعتبارات . نجاح إدارة الشركة في المحافظة على موقـف المـساهمين والمتمثل في تحقيقهم لمعدل عائد على الاستثمار يزيد علـى

إلى الفهرس

معدل العائد الذي حققه المستثمرون في الإقـ.ـراض وشـ.ـراء الأسهم الممتازة وذلك في مواجهة واضحة لمخـ.ـاطر حملـ.ـة الأسهم العادية المتزايدة وبعد نهاية مناقـ.ـشتنا لهـ.ـذه الحالـ.ـة الرقمية، نبدأ الآن في العرض التفصيلي لموضـ.ـوع تكلفـ.ـة التمويل.

. مفهوم وأهمية قياس تكلفة التمويل:

إن موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات الهامـ.ـة فـ.ـي الفكر المالي المعاصر ومما يزيد من أهميته تزايد قيمته مـ.ـن الناحية العملية "حيث إنها تعتبر من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة قبل استخدام أي طريقة من طرق تقيـ.ـيم الاستثمارات والتي تستخدم مفهوم القيمة الحالية حيث يراعى التغير في القيمة الزمنية للنقود سواء في حالة التأكد أو عـ.ـدم التأكد، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تـ.ـستخدم عمليـ.ـا كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعـ.ـة من المشروع الاستثماري باعتبارها الحد الأدنى من معـ.ـدل العائد على الاستثمار الواجب أن يحققه الاستثمار لكي يصبح مقبولاً بصفة مبدئية، وبذلك فإن تكلفة التمويل تمثـ.ـل الخـ.ـط الفاصل بين المشروعات التي ترفض من البدايـ.ـة لأنهـ.ـا لا

تغطي الحد الأدنى من العائد على الاستثمار والذي يتمثل في تكلفة التمويل، ومن هنا نجد أن تكلفة التمويـل فـي الفكـر المالي المعاصر تعتبر من موضوعات التمويل الهامة حيـث إن المدير المالي يقوم بحسابها قبل أن يتصدى لصناعة قرار الاستثمار، ولذلك فـإن العلاقـة المباشـرة بـين التمويـل والاستثمار في الفكر المالي المعاصر تنشأ عن طريق تكلفـة التمويل.

ومن الاصطلاحات شائعة الاسـتخدام لتكلفـة التمويـل اصطلاح تكلفة رأس المال إلا أن هذا الاصطلاح ليس مناسبا ليكون مرادفاً لاصطلاح تكلفة التمويل، حيث إن تكلفة رأس المال يجب أن تطلق فقط على تكلفة الأموال المملوكة، وهي أحد مكونات التمويل، ولكن تكلفة التمويل تعني تكلفة خلـيط الأموال التي تتكون منها مصادر تمويل المنشأة والتي يعتبر رأس المال المملوك أحد عناصرها، والموضوع هنا يتعلـق بتكلفة الأموال وليس بتكلفة رأس المال.

إن موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات التي حظيـت بالكثير من الاهتمام وإثارة الجدل سواء عند تأصيل نظريات الفكر المالي أو عند التطبيق العملي.

إننا نميل إلى استخدام اصطلاح تكلفة التمويل على خلاف ما يشاع لدى الغالبية من اسـ.ـتخدام اصـ.ـطلاح "تكلفـ.ـة رأس المال" حيث إن الأخير يرتبط فقط بحـ.ـساب تكلفـ.ـة حقـ.ـوق الملكية، في حين أن التمويل الإجمالي يتضمن مصادر أخرى إلى جانب حقوق الملكية مثل "الديون طويلة وقصيرة الأجل، والأسهم الممتازة".

ومما يزيد من أهمية هذا الموضوع.. تزايد قيمته العملية عند التطبيق العملي من حيث إن نسب الاعتماد على مصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل التمويلي تتأثر تأثرا شـ.ـديدا بمعدل تكلفة التمويل في أسواق رأس المال، بالإضافة إلى أن تكلفة التمويل تعتبر من المتغيرات الأساسية التي تعتمد عليها عملية تقييم الاقتراحات الرأسمالية بالمنشأة.. على اعتبار أنها تمثل معدل الخصم الذي يستخدم في إيجاد القيمـ.ـة الحاليـ.ـة للمكاسب النقدية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية محـ.ـل التقييم باعتبارها الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه لكي يصبح الاقتراح الاستثماري مقبولاً بصفة مبدئية، وبذلك فإن تكلفة التمويل عمليا تمثل الخط الفاصـ.ـل بين المشروعات الاستثمارية المقترحة التي تـ.ـدخل مرحلـ.ـة

متقدمة من مراحل التقييم المالي وبين تلك المشروعات التي تستبعد من البداية لعدم قدرتها على تغطية الحد الأدنى مـ.ن معدل العائد على الاستثمار المتمثل في تكلفة التمويل ومـ.ن خلال المنطق المذكور فإن تكلفة التمويل وقياسها كميا يساعد المشروعات على تحقيق أهدافها المالية علما بأن طرق قياس تكلفة التمويل لمختلف مصادر التمويل البديلة ليـ.ست علـ.ى نفس الدرجة من الاتفاق والقبول فيما بين المتخصصين فـ.ي هذا المجال وخاصة فيما يتعلق بتكلفة الأموال المملوكة.

وقد يكون من المناسب وقبـ.ل الخـ.وض فـ.ي تفاصـ.يل الموضوع أن نبني دراستنا المتعلقة بمفاهيم وطـ.رق قيـ.اس تكلفة التمويل على الافتراضات الأساسية الآتية:

١- أن تكلفة التمويل لا يعبر عنها في صورة تدفق نقدي خارج، أو مصروف مستحق يستوجب الدفع النقدي. إنما يجب أن يعبر عنها دائما فـ.ي صـ.ورة نـ.سبة مئوية.. فإذا افترضنا أن الحـ.صول علـ.ى قـ.رض مصرفي كأحد عناصر الخليط التمويلي قيمته ١٠٠٠ جنيه مع ارتباط هذا القرض بفوائد ثابتـ.ة واجبـ.ة السداد قيمتها ١٥٠ جنيها فإن تكلفة الحصول علـ.ى

هذا المصدر من وجه النظر المحاسبية تتمثـل فـي مقدار الفوائد المدفوعة وهي ١٥٠ جنيها، في حـين أن الافتراض المذكور يحتم تصوير تلك التكلفة في صورة نسبة مئوية وهي ١٥ % والأمر الذي يحـتم ذلك هو احتمال اشتراط البنك لخصم قيمة الفوائـد مقدما، وبذلك تصبح القيمة الفعليـة للقـرض ٨٥٠ خلافاً لقيمته الاسمية وهي ١٠٠٠ جنيه، وعلى ذلك فإن تكلفة هذا تصبح

١٧,٦ % ($\frac{١٥٠}{٨٥٠}$ × ١٠٠) ومن الواضح أن

التكلفة المحاسبية لا تختلف في الحالتين عن ١٥٠ جنيها، في حين أن الإصرار على إظهار تكلفة هذا المـصدر فـي صورة نسبة مئوية قد حولها من ١٥ % إلى ١٧,٦ %.

٢- أن تكلفة التمويل ترتبط ارتباطاً مباشرا بسعر الفائدة السائد في السوق والذي يمثل المحـور الأساسـي للمنافسة بين مجالات الاستثمار في اجتذاب مصادر التمويل المحدودة.

٣- أن تكلفة التمويل عند قياسها تمثل عبئًا تمويليا على المنشأة طالبة التمويل. الأمر الـ ذي يحـ تم اعتبـ ار الأموال المقدمة من المـ ساهمين مـ صدرا تمويليـ ا يرتبط بتكلفة تمويلية تستوجب القياس.

٤- أن جميع المناهج المقبولة والمستخدمة فـ ي قيـ اس تكلفة التمويل تعتمد بدرجات متفاوتة على التنبؤات. الأمر الذي يزيد في عدم الدقة في التقديرات المتعلقة بهذا المجال، وعلى الرغم من ذلـ ك فـ إن الأمـ ر يستوجب ضرورة القياس والـ ذي يعتبـ ر مرشـ دا جوهريا في التوصل إلى المزيج التمويلي الأفـ ضل بالنسبة لتحقيق أهداف المنشأة.

٥- أن حساب تكلفة التمويل يجب أن يتم على أس حدي وليس على أساس تاريخي حيث يرتبط مفهوم القياس الحدي بتحديد الطريقة المثلى لتمويل الاسـ تثمارات الإضافية.

٦- اعتمادا على الافتراض السابق والمتعلـ ق بحتميـ ة القياس الحدي لتكلفة التمويل فإن تكلفة أي مـ صدر تمويلي إضافي تتمثل في الحد الأدنى مـ ن معـ دل

إلى الفهرس

العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الإضافية الممولة بهذا المصدر بحيث لا يحدث تأثيرا سلبيا على عائد الملاك الحاليين.

٧- أن مصادر التمويل المتنوعة تختلف فيما بينها من حيث مفاهيم وطرق قياس التكلفة التمويلية لكل منها.

٨- اعتمادا على الافتراض السابق مباشرة فإن تكلفة التمويل المحسوبية سوف تتعدد بتعدد المصادر التمويلية المكونة للمزيج التمويلي الذي يتم اختياره، الأمر الذي يحتم ضرورة التوصل إلى نموذج، لقياس التكلفة المرجحة للأموال والتي تمثل الحد الأدنى من معدل العائد الواجب كسبه من الاستثمارات الإضافية الكلية.

وبناء على الافتراضات السابق عرضها فسوف نعرض فيما يلي لمفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل لكل مصدر تمويلي على حدة:

. تكلفة الاستدانة Cost of Debt:

على الرغم من تعدد المصادر التمويلية المرتبطة بالاستدانة من سندات وقروض قصيرة ومتوسطة وطويلة

الأجل إلا أننا ولأغراض التبسيط سوف نقصر مجال العرض هنا على القروض المرتبطة بالائتمان المصرفي والائتم.ان التجاري نظرا لاعتبارات عديدة أهمها ضيق المجال.

إن تكلفة الأموال المقترضة تتميز بسهولة القياس حيث إن سعر الفائدة، المدين يتحدد بشكل قاطع في عق.د المديوني.ة. وعلى الرغم من تعدد التعاريف المرتبطة بتكلفة الاقت.راض فإننا نميل إلى تعريفها بأنها معدل العائ.د عل.ى الاس.تثمار الواجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الإض.افية والممول.ة بقروض إضافية بما يضمن عدم المساس بالمكاسب الحالي.ة التي تحققها المنشأة للملاك الحاليين، وذلك على الرغم م.ن إدراكنا التام لصعوبة وربما اس.تحالة تخ.صيص م.صادر تمويل بذاتها لتمويل استثمارات بذاتها وانطلاقً.ا م.ن مب.دأ حتمية إظهار تكلفة التمويل في صورة ن.سبة مئوي.ة ف.إن القياس المبدئي لتكلفة الأموال المقترضة ينحصر في س.عر الفائدة على القروض أو قياسها بالمعادلة الآتية:

$$\text{سعر الفائدة على القروض} = \frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\text{القيمة السوقية للقرض}} \times ١٠٠$$

إلى الفهرس

يتحدد سعر الفائدة بناء على طول الوقت الذي تحتفظ فيه المنشأة بالقروض، حيث إن هناك سـ.ـعر الفائـ.ـدة للقـ.ـروض قصيرة الأجل وكذلك سعر الفائدة للقروض طويلـ.ـة الأجـ.ـل وأسعار فائدة السندات، ومن المعـ.ـروف أن قـ.ـوى الطلـ.ـب والعرض على النقود يلعبان دورا أساسيا في تحديـ.ـد سـ.ـعر الفائدة في السوق من خلال عدم التأكد عما سيكون عليه سعر الفائدة في المستقبل القريب والبعيد، حيث يزيد الطلب علـ.ـى النقود عندما يتوقع المستثمرون ارتفاعا فـ.ـي سـ.ـعر الفائـ.ـدة مستقبلاً حيث يتم تحويل استثماراتهم في الأوراق المالية إلى نقود سائلة طمعا في تحقيق دخل أكبر في المـ.ـستقبل وفـ.ـي المقابل يقل الطلب على النقود عنـ.ـدما يتوقـ.ـع المـ.ـستثمرون انخفاضا في سعر الفائدة مستقبلاً.

ولكن الذي يهمنا في هذا المجال هو سعر الفائدة الـ.ـسائد وقت الاقتراض وكذلك ما سيكون عليه وقت توجيه القـ.ـرض للاستثمار وهو الأمر الأكثر أهمية.

إن سعر الفائدة المحسوب بالطريقة السابقة يحتـ.ـاج إلـ.ـى الكثير من التعديل المزدوج بالإضافة والخـ.ـصم، حيـ.ـث إن مجال الإضافة هنا ينتج من ارتباط القروض في كثيـ.ـر مـ.ـن

إلى الفهرس

الحالات بالتزامات مقيدة، مثل ضـ.رورة تكـ.وين احتيـ.اطي للسداد والتحكم في سياسة توزيع الأرباح والاحتفاظ بحد أدنى من رأس المال العامل وعدم القدرة علـ.ى التـ.صرف فـ.ي الأصول الثابتة خلال فترة الالتزام بسداد القرض، حيـ.ث إن الالتزامات المذكورة تكون ذات أهمية كبرى في كثيـ.ر مـ.ن الحالات لأن عدم الالتزام بها يؤدي إلى استعجال المقـ.رض للسداد أو إلغاء القرض وما قد يترتب على ذلك من آثار ذات طبيعة محرجة والمشكلة هنا تنحصر في صعوبة تقدير نسبة مئوية لتلك الأعباء لإضافتها إلى سعر الفائدة مما يجعل الباب مفتوحا لحسابها على أساس حكمي تقـ.ديري وفيمـ.ا يتعلـ.ق بجانب الخصم أو الاستنزال من سعر الفائدة بعـ.د الإضـ.افة المذكورة فإن الأمر هنا يتعلق بضرورة أخذ الآثار الضريبية في الحـ.سبان، حيـ.ث إن مـ.دفوعات الفائـ.دة تعتبـ.ر مـ.ن المصروفات المكونة للجانب المدين مـ.ن حـ.ساب الأربـ.اح والخسائر الذي تعده المنشأة المقترضة، وعلى ذلـ.ك فكلمـ.ا زادت قيمة الفوائد المدفوعة والمحملة على حساب الأربـ.اح والخسائر انخفضت مدفوعات المنشأة للضرائب، ولتوضـ.يح هذا الأمر نورد المثال التوضيحي الآتي:

تحقق إحدى المنـشآت ربحـا قبـل احتـساب الفوائـد والضرائب قيمته ٥٠٠,٠٠٠ جنيه وتخضع لمعدل ضـريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٣٢ % علما بأن هذا الربح تحقق من خلال بديلين للمزيج التمويلي:

الأول: الاعتماد على التمويل بالملكية فقط.

والثاني: الاعتماد على مـزيج بـين التمويـل بالملكيـة والمديونية حيث تكون قيمة القرض ٢٠٠,٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٦ %.

ويمكن تصوير هذه المعلومات المتاحة لنا داخل محتويات الجدول التالي:

الجدول رقم (٢)

(القيمة بالجنيه)

بيان قائمة الدخل	الحالة الأولى عدم الاقتراض	الحالة الثانية الاقتراض
أرباح قبل الفوائد والضرائب . الفوائد	٥٠٠,٠٠٠ (٠)	٥٠٠,٠٠٠ (١٦,٠٠٠)
أرباح قبل الضرائب . الضرائب (٣٢ %)	٥٠٠,٠٠٠ (١٦٠,٠٠٠)	٤٨٤,٠٠٠ (١٥٤,٨٨٠)
صافي الربح بعد الفوائد والضرائب	٣٤٠,٠٠٠	٣٢٩,١٢٠

ومن الواضح من المقارنة بين الحالتين أن هنـاك وفـرا ضريبيا تحقق للمنشأة في حالـة الاقتـراض قيمتـه ٥١٢٠ جنيها، وحيث إن الفوائد المدفوعة على القرض تبلغ ١٦٠٠٠ جنيه في حين أن الوفر الضريبي المحقق ٥١٢٠ جنيها فمن المنطقي أن هذا الوفر المذكور سوف يقلل من الأثر الـسلبي للفوائد المدفوعة كأحد عناصر الالتزام، وعلى ذلك فإن قيمة الفوائد المؤثرة سوف تقل عن قيمة الفوائـد بمقـدار الـوفر الضريبي المذكور لتصبح ١٠٨٨٠ بدلاً من ١٦٠٠٠ ونظرا لحتمية إظهار تكلفة الاقتراض في صورة نسبة مئوية فإن.

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{\text{القيمة المؤثرة للفوائد}}{\text{القيمة السوقية للقرض}} \times ١٠٠$$

أن سعر الفائدة المؤثر هذا سيختلف حسب ما سبق قولـه في حالتين هما:

الأولى: تحميل قيمة الفوائد على قيمة القرض في نهايـة السنة حيث يكون:

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{١٠٨٨٠}{١٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠,٨٨ \%$$

الثانية: خصم قيمة الفوائد مقدما حيث يكون:

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{١٠٨٨٠}{} \times ١٠٠ = ١٢,٩٥ \%$$

$$\overline{\text{١٦٠٠٠ . ١٠٠,٠٠٠}}$$

ومن الواضح إذن أن سعر الفائدة المؤثر سينخفض عن سعر الفائدة المعلن أو الاسمي بمقدار الوفر الضريبي سواء تساوت القيمة الاسمية للقرض مع قيمته السوقية أو انخفضت القيمة السوقية للقرض عن قيمته الاسمية.

وكقاعدة عامة فإن سعر الفائدة المؤثر بعد التعديل الضريبي = سعر الفائدة المعلن × (١ . معدل الضريبة)

وتطبيقًا على الأرقام السابقة فإن سعر الفائدة المؤثر في حالة عدم خصم الفوائد مقدما

$$= \frac{\text{١٦٠٠٠}}{\text{١٠٠,٠٠٠}} \times \text{٦٨} = \text{١٠,٨٨} \ \%$$

وفي حالة خصم الفوائد مقدما يصبح سعر الفائدة المؤثر بعد التعديل الضريبي.

$$= \frac{\text{١٦٠٠٠}}{\text{١٦٠٠٠ . ١٠٠,٠٠٠}} \times \text{٦٨} \ \% = \text{١٢,٩٥} \ \%$$

ومن خلال المعالجات السابقة والمتعلقة بالخصم والإضافة فإن تكلفة القرض سوف يتم حسابها باستخدام المعادلة الآتية:

التكلفة المؤثرة للقرض = $\frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\quad}$ × (١ . معدل الضريبة) +

إلى الفهرس

القيمة السوقية للقرض
البدل المقابل للالتزامات المقيدة للمنشأة خلال فترة القرض

ومن الأمور البديهية أن مجال الإضافة هنا والمتمثل فـي البدل الذي يتم تقديره سوف يرتبط في وجوده بوجـود هـذه الالتزامات المقيدة بالفعل وأن عدم وجودهـا سـوف يعنـي إدخال هذه القيمة بالصفر، ومن خلال نفـس المنطـق فـإن إدخال الأثر الضريبي في الاعتبار سوف يقتـرن بـشرطين متكاملين وهما:

- أن تخضع المنـشأة لـضريبة الأربـاح التجاريـة والصناعة.
- أن تحقق المنشأة أرباحا تستوجب الدفع الضريبي.

. تكلفة الائتمان التجاري:

وبعد أن انتهينا من عرض مفاهيم وطرق قيـاس تكلفـة الاستدانة التي تم قصرها على الائتمان المـصرفي والـذي يعكس الاقتراض بسعر فائدة معين نجد أنه من الـضروري أن نتعرض لنوع آخر من الائتمان والذي يطلق عليه الائتمان التجاري والذي ينتج من عمليات الشراء من الموردين مـع تمتع المنشأة بالتسهيلات التي تتمثل في عدم السداد الفـوري

أو النقدي لقيمة مشترياتها من البضاعة أو مستلزمات الإنتاج المختلفة.

ولا شك أن عدم نجاح المنشأة في التعامل مـ.ع مـ.وردين تتصف سياساتهم البيعية بخاصية التعامل بالأجـ.ل فـ.سوف يكون البديل المنطقي اللجوء إلى استخدام الائتمان المصرفي لسداد قيمة المشتريات نقدا، على الرغم من الحالـ.ة الأكثـ.ر شيوعا هي توافر بديلي التمويل أمام المنشأة الواحـ.دة وهذ.ا يحتاج الأمر إلى قدر من الدراسة والتحليل لاتخـ.اذ القـ.رار المالي المتعلق باستخدام الائتمان المصرفي والشراء نقـ.دا أو استخدام الائتمان التجاري وعدم الاعتمـ.اد علـ.ى الائتمـ.ان المصرفي لتمويل المشتريات الآجلة، أو الاعتماد عليه لتمويل استخدامات أخرى، الأمر الذي يستوجب ضرورة التعـ.رض لمفهوم وطريقة قياس تكلفة الائتمان التجاري كمصدر مـ.ن مصادر التمويل قصير الأجل والذي تـ.نعكس قيمتـ.ه عنـ.د الاعتماد عليه كواحد مـ.ن عناصـ.ر الخـ.صوم المتداولـ.ة بالميزانية العمومية للمنشأة (حسابات دفع).

إن هناك نوعين من سياسات الائتمان التجاري **أولهمـ.ا:** سياسة الائتمان بدون خصم نقدي **والأخرى** سياسة الائتمـ.ان

المتضمنة لخصم نقدي فـ.إذا افترضـ.نا أن فتـ.رة الائتمـ.ان الممنوحة من الموردين هي **٦٠ يوما** فيمكن أن تأخذ الشكل الأول على اعتبار أن المورد يسمح بتأجيل قيمـ.ة بـ.ضاعته لمدة ٦٠ يوما سواء من تاريخ الشراء أو من تاريخ وصـ.ول البضاعة أو من تاريخ إرسال الفـ.واتير، وأن سـ.داد قيمـ.ة المشتريات قبل انتهاء هذه الفترة لا يترتب عليه أي استنزال من القيمة المدفوعة، وفي هذه الحالة تكتب هذه السياسة فـ.ي صورة صافي ٦٠ يوما. وفي نفس الوقت يمكن أن تأخذ هذه السياسة الشكل الثاني لتظهر في صورة ٥/ ١٠ . صـ.افي ٦٠ يوما الأمر الذي يعني أن المورد قد ترك أمام المنـ.شأة أحد خيارين **أولهما** أن تقوم بسداد قيمة مشترياتها بحد أقصى ١٠ أيام من تاريخ الشراء أو من تاريخ وصول البضاعة أو من تاريخ إرسال الفواتير، وعلى أن تمثل المدفوعات ٩٥ % فقط من قيمة المشتريات **وثانيهما:** أن تقرر المنشأة المشترية الاستفادة بكامل فترة الائتمان الممنوحة، بحيث تـ.سدد قيمـ.ة مشترياتها كاملة في نهاية الفترة المذكورة.

وفيما يلي سنعرض بشيء من التفصيل للحالات المذكورة مع تأكيدنا على أننا ننظر إلى الائتمان التجاري من منظـ.ور

كونه مصدرا من مصادر التمويل كأحد مكونات الخصوم في الميزانية العمومية لنعكس وجهة نظر المشتري المستفيد من الائتمان، وليس من وجهة نظر البائع أو مانح الائتمان الذي يعكس الائتمان لديه نوعا من الاستثمار قصير الأجل ليظهر في جانب الأصول من ميزانيته العمومية في صورة حسابات مدينة.

. حالة شروط الائتمان بدون خصم نقدي: (صـ.افي ٦٠ يوما مثلاً):

في هذه الحالة تقع المنشأة المشترية في دائرة الاسـ.تفادة الكاملة دون تحمل أية تكلفة تمويلية تستوجب القياس، وذلـ.ك في حالة تحقق شرط أساسي وهو أن تتساوى تكلفة الـ.شراء النقدي مع تكلفة الشراء الآجل وإذا تحقق هذا الشرط والـ.ذي غالبا لا يتحقق عمليا . فإن المنشأة لا تخسر شـ.يئًا وإنمـ.ا تستفيد من عائد الاستثمار المتاح خلال هذه الفترة وهي فـ.ي مثالنا هذا ٦٠ يوما.

أما إذا كان الشراء الآجل أكثر قيمة من الـ.شراء النقـ.دي وهو الأمر الأكثر شيوعا. فإن تكلفة التمويل هنـ.ا سـ.تعكس تكلفة الفرصة الضائعة والناتجة من عدم الشراء النقدي بسعر

أقل، وهنا توجد بالضرورة تكلفة تستوجب القيـ.ـاس، يمكـ.ـن التوصل إليها من خلال تحديد قيمة الـ.ـوفر الـ.ـضائع نتيجـ.ـة الشراء بالأجل، وتحديد عدد مرات الشراء في السنة وذلـ.ـك باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{معدل تكلفة الائتمان التجاري السنوي} = \frac{\text{قيمة الشراء بالأجل . قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء النقدي}} \times ١٠٠ \times \frac{٣٦٠}{\text{فترة الائتمان}}$$

فإذا افترضنا في ظل سياسة ائتمان تجـ.ـاري صـ.ـافي ٦٠ يوما، أن قيمة المشتريات الآجلة ١٠٠,٠٠٠ جنيه وأن قيمـ.ـة المشتريات النقدية ٩٨٠٠٠ جنيه فيمكن حساب معدل تكلفـ.ـة الائتمان التجاري السنوي كالآتي:

$$\frac{١٠٠,٠٠٠ \; . \; ٩٨٠٠}{٩٨٠٠٠} \times ١٠٠ \times \frac{٣٦٠}{٦٠} = ٢,٠٤ \times ٦ = ١٢,٢٤ \;\%$$

ولمزيد من الواقعية في القياس، نجد أن الـ.ـشراء النقـ.ـدي (الفرصة الضائعة) كان سيؤدي إلى انخفاض تكلفة البضاعة المباعة وبالتالي زيادة الأرباح وبالتالي الـ.ـضرائب، الأمـ.ـر الذي يستوجب تعديل المعادلة السابقة لكي تـ.ـستوعب الأثـ.ـر الضريبي المؤثر على الوفر الضائع وذلك على الوجه الآتي:

$$\text{معدل تكلفة الائتمان التجاري السنوي} = \frac{\text{قيمة الشراء بالأجل . قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء النقدي}} \times \frac{٣٦٠}{\text{فترة الائتمان}} \times (١ \; . \; \text{سعر الضريبة})$$

إلى الفهرس

فإذا كان معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٣٢ % فإن: معدل تكلفة الائتمان التجاري السنوي = ١٢,٢٤ % (١ . ٣٢ %) = ٨,٣٢ %.

. حالة شروط الائتمان مع الخصم النقـدي ٥/ ١٠
. صافي ٦٠ يوما مثلاً:

وهنا يترك المورد للمنشأة المشترية فرصة للاختيار بـين أحد بديلين هما:

البديل الأول: أن تقرر المنشأة الاستفادة من الخصم النقدي وذلك بالسداد في نهاية اليوم العاشر وتسدد ٩٥ % فقط مـن قيمة مشترياتها فإذا افترضنا أن قيمة المـشتريات الـسنوية ١٠٠٠٠٠ جنيه، فإن مدفوعات المشتريات هنا سوف تعادل ٩٥٠٠٠ جنيه فقط، فمن المنطقي أن تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة ستكون مساوية للصفر.

البديل الثاني: أن تقرر المنشأة الاستفادة من فترة الائتمان الممنوحة لها بالكامل مضحية بالخصم النقدي، بحيث تـسدد المبلغ كاملاً في نهاية اليوم الـستين، وهـذا تـصبح تكلفـة الائتمان التجاري والتي تعكس قرارا ماليا سوف تنحصر في تكلفة الفرصة الضائعة في شكلها السنوي، حيث كان يمكنها

سداد مبلغ ٩٥٠٠٠ جنيه فقط في نهاية اليوم العاشـ.ـر مـ.ـن الشراء ولكنها قررت (بعد دراسات متعمقة) أن تـ.ـسدد هـ.ـذا المبلغ في نهاية اليوم الستين زائدا مبلغاً إضافيا قدره ٥٠٠٠ جنيه.

ومن الواضح أن المنشأة قد قـ.ـررت الاحتفـ.ـاظ بمبلـ.ـغ ٩٥٠٠٠ جنيه لمدة ٥٠ يوما إضافية (الفرق بين نهاية فتـ.ـرة الخصم ونهاية فترة الائتمان بأكملها) في مقابـ.ـل التـ.ـضحية بمبلغ إضافي قدره ٥٠٠٠ جنيه ونعتقـ.ـد أن الأمـ.ـر أصـ.ـبح واضحا إذا افترضنا أن المنشأة قد افترضت مبلـ.ـغ ٩٥٠٠٠ جنيه بفوائد قدرها ٥٠٠٠ جنيه.

$$\therefore \text{معدل التكلفة} = \frac{\text{قيمة الفوائد}}{\text{قيمة القرض}} \times ١٠٠$$

$$\therefore \text{معدل التكلفة} = \frac{٥٠٠٠}{٩٥٠٠٠} \times ١٠٠ = ٥,٢٦ \%$$

ومن الواضح أن هذا المعدل، يعكس تكلفة تمويلية لمـ.ـدة ٥٠ يوما فقط، فإذا أردنا تعديل هذا المعدل ليعكس المعـ.ـدل السنوي نجد أن هذا الإجراء يتكرر ٧,٢ مرة خلال السنة ($\frac{٣٦٠}{}$)، وعلى ذلك فإن معدل التكلفة = ٥,٢٦ % ×

٥٠

٧,٢ % = ٣٧,٨٧ % وعلى ذلك فإن:

معدل تكلفة الائتمان التجاري السنوي في حالة عدم الاستفادة من الخصم =

$$\frac{\text{قيمة الخصم النقدي الضائع}}{\text{قيمة المشتريات الآجلة . قيمة الخصم النقدي الضائع}} \times ١٠٠ \times \frac{٣٦٠}{\text{فترة الائتمان الكاملة . فترة الاستفادة من الخصم}}$$

$$= \frac{٥٠٠٠}{٩٥٠٠٠} \times ١٠٠ \times \frac{٣٦٠}{٥٠}$$

= ٥,٢٦ % × ٧,٢ = ٣٧,٨٧ %

ومن المؤكد أن متخذ القرار في المنشأة المـ. شترية بعـ. دم الاستفادة من الخصم سوف يتأكد من أن احتفاظـ. ه بـ. المبلغ المذكور لمدة ٥٠ يوما سوف يحقق من استثماره معدل عائد على الاستثمار يزيد على ٥,٢٦ % وأن معدل العائد علـ. ى الاستثمار خلال السنة بأكملها لن يقل عن ٣٧,٨٧ %.

كما نؤكد أيضا على أن طول فترة الائتمان الكلية سـ. وف يؤدي إلى تخفيض معدل التكلفة والتي يتم قياسها بالمعادلـ. ة السابقة، فإذا افترضنا أن شرط الائتمان هو ٥/ ١٠ صـ. افي ٩٠ يوما وأن المنشأة قررت عدم الاستفادة من الخصم النقدي فإن:

معدل تكلفة الائتمان التجاري = ($\frac{٥٠٠٠}{٩٥٠٠٠}$ × ١٠٠) × ($\frac{٣٦٠}{٨٠}$)

= ٥,٢٦ % × ٤,٥ = ٢٣,٦٧ %

تكلفة الأسهم الممتازة: Cost of preferred stock:

ومن المعلوم ومن خلال ما سبق عرضه ع.ن م.صادر التمويل أن السهم الممتاز كمصدر للتموي.ل يمث.ل بالن.سبة لحامله نوعا من الاستثمار طويل الأجل يحقق دخ.لاً ثابتً.ا للمستثمرين، حيث إن التوزيعات المرتبطة بهذا الن.وع م.ن الأسهم تتصف بالتحديد المسبق والثبات، الأمر الذي يخ.رج قضية النمو من المناقشة في هذا المجال. وحي.ث إن عائ.د المستثمرين من حملة الأسهم الممتازة يعكس تكلفتها كمصدر تمويلي بالنسبة للمنشأة فإن تكلفة هذا المصدر تمثل التزام.ا ثابتًا من خلال المدفوعات المنتظمة خلال فترات محددة. إن الأسهم الممتازة تُحمل المنشأة طالبة التمويل عبئً.ا تمويلي.ا أعلى من الأسهم العادية كمصدر للتمويل وفي نفس الوق.ت فهي أقل عبئًا تمويليا من الم.صدر الم.رتبط ب.الاقتراض، ويرجع ذلك إلى أن عدم قدرة المنشأة عل.ى الوف.اء بتل.ك التوزيعات لا يترتب عليه قانونًا إشهار إفلاس المنشأة. ه.ذا

بالإضافة إلى أن تكلفة الأسهم الممتازة المتمثلة في توزيعات الأرباح تعتبر توزيعا للربح وليست تحميلاً عليه كمـ.دفوعات فائدة القرض. وعلى ذلك فمن المؤكـ.د أن تكلفـ.ة الأسـ.هم الممتازة ستكون أعلى من تكلفة الاقتراض وأقل مـ.ن تكلفـ.ة التمويل بالملكية حيث إنه وبشكل عـ.ام ومـ.ن وجـ.ه نظـ.ر المستثمرين فإن الأسهم الممتازة ترتبط بدرجة مخاطرة أعلى من الإقراض وعلى ذلك فإن المستثمرين يتوقعون أن يكـ.ون عائد السهم الممتاز أكبر من فائدة القرض بالنـ.سبة للمنـ.شأة الواحدة.

هذا بالإضافة إلى أن الأسهم الممتازة كمـ.صدر للتمويـ.ل الإضافي لها أثرها الواضح على القيمة المتبقية مـ.ن الـ.ربح لحملة الأسهم العادية ومن هنا فإن تكلفة الأسـ.هم الممتـ.ازة تعرف بأنها الحد الأدنى من معدل العائد علـ.ى الاسـ.تثمار الواجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الإضافية الممولة بتلك الأسهم المصدرة إضافيا بحيث يمكن . الاحتفاظ بالإيرادات المتبقية لحملة الأسهم العادية الحاليين بدون تغير.

وحيث إن الأسهم الممتازة كمصدر للتمويـ.ل لا تـ.رتبط بتاريخ استحقاق محدد فإن تكلفة هذه الأسهم تعتبر دالة لكـ.ل

من التوزيعات المقررة لها وسعرها السوقي. وعلـى ذلـك يمكن تحديد تكلفة السهم الممتاز من خلال معادلـة التقـويم التالية:

$$ق\ ز = \frac{ت\ ز}{م\ ع\ ز}$$

حيث إن (ق ز) تمثل قيمة السهم الممتاز من وجهة نظـر المستثمر.

و (ت ز) تمثل قيمة التوزيع النقدي المتفق عليـه للـسهم الممتاز

و (م ع ز) تمثل معدل العائد المطلوب من المـستثمرين حملة الأسهم الممتازة.

$$\text{إذا تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}} \times ١٠٠$$

وباستخدام الرموز المذكورة

$$\text{فإن} = م\ ع\ ز = \frac{ت\ ز}{ق\ ز}$$

ولا يفوتنا في هذا المجال الإشارة إلى تكاليف الإصـدار المرتبطة بإصدار الأسهم الممتازة ففي حالة تحمل المنـشأة لتلك التكاليف فسوف تنخفض القيمة السوقية للسهم والموجهة للاستثمار عن قيمته الاسمية، ونحن نفضل إظهـار تكـاليف

الإصدار هذه في صور نسبية مئوية من القيمة الاسمية للسهم بالرمز (ص).

وعلى ذلك يمكن تعديل المعادلة السابقة إلى الشكل التالي:

$$م ع_{ز} = \frac{ت ز}{ق ز (١ . ص)}$$

وهذا لا يمنع من إمكانية إظهار تكاليف الإصـ.دار فـ.ي صورة قيمة نقدية تستبعد مباشرة من القيمة الاسمية للـ.سهم لكي نحصل على قيمته السوقية.

تكلفة الأموال المملوكة: Cost of Equity:

إن موضوع تكلفة التمويل بالملكية . سواء مـ.ن حيـ.ث مفهومها أو طرق قياسها . تعتبر من أكثـ.ر الموضـ.وعات إثارة للجدل وتعدد وجهات النظر حيث ينظر إليها الـ.بعض على أنها مصادر تمويل مجانية وذلك نظرا لعـ.دم ارتبـ.اط الحصول عليها بالتزامات ثابتة في صورة توزيعـ.ات نقديـ.ة متفق عليها مسبقًا، في حـ.ين أن نظريـ.ات الفكـ.ر المـ.الي المعاصر قد أكدت على تخطئـ.ة هـ.ذا الاتجـ.اه وأكـ.دت أن الأموال المقدمة من المساهمين ترتبط بتكلفة تمويلية لا يمكن إغفالها والتي يمكن التوصل إليها من خلال الحقائق التالية:

١- أن قياسات تكلفة التمويل تتم من خلال وجهة نظـر المنشأة كشخصية اعتبارية مستقلة عـن شخـصية ملاكها، وعلى ذلك يتحتم قيـاس تكلفـة الأمـوال المملوكة كأحد مصادر التمويل المتاحة.

٢- أن الأموال المملوكة يمكن تقـديمها فـي صـورة مباشرة إذا ما كان المشروع فرديا أو فـي صـورة شركة.

أشخاص.. إلخ، أو تقديمه في صورة غير مباشرة إذا مـا قام المستثمر بشراء عدد من الأسهم العادية المعلن عن بيعها من جهة المشروعات طالبة التمويل الإضافي وفي الحـالتين يحتم الأمر أن يكون الهدف الأساسي هو تحقيق عائد سـواء على رأس المال المقدم بصورة مباشـرة أو علـى الأسـهم العادية المشتراة.

٣- أن محوري النظرية التـي تحكـم الفكـر المـالي المعاصر والمتمثلة في تحليل التكلفة والعائد، هما في واقع الأمر شيء واحد، حيث يمثل هذا الشيء تكلفة من منظور دافعها أو متحملهـا، ويمثـل فـي ذات الوقت عائدا من منظور الطـرف الآخـر والـذي

يحصل عليه، ولذلك فإن تكلفة التمويل لأي مـ.صدر تمويلي سوف تعكس العائد الـ.ذي يحـ.رص عليـ.ه مقدمه.

٤- اعتمادا على واقعية العلاقة الطردية بين كـ.ل مـ.ن العائد والمخاطرة فإن الاستثمار في الملكية هو أكثر الاستثمارات تعرضا وتحملاً للمخاطر من حيث عدم ارتباطها بأي إجراء تعاقدي يحدد العائد المحقق، هذا إضافة إلى تأخرها القانوني عند حصولها على عائد الاستثمار سواء في نهاية السنة المالية أو عند تصفية المنشأة، الأمر الذي يعنـ.ي حتميـ.ة ارتفـ.اع عائـ.د الاستثمار المرتبط بها إذا ما قورن بالعائـ.د الـ.ذي يحصل عليه كل من المقرضـ.ون وحملـ.ة الأسـ.هم الممتازة وذلك لانخفـ.اض درجـ.ة مخـ.اطرتهم أو انعدامها في حالة الإقراض الـ.ذي يقـ.دم الأمـ.وال المستثمر في صورة ديون مـ.ضمونة العائـ.د مـ.ع امتلاكهم لقوة إضافية تتمثل في إمكانية إشهار إفلاس المنشأة في حالة عدم الوفاء بمستحقاتهم مما يؤكد في

إلى الفهرس

النهاية أن تكلفة التمويل بالملكية هي أعلى مـ.صادر التمويل تكلفة لأنها أكثرها طلبا للعائد.

. إذا ما أعدنا النظر في الحقائق الأربع السابقة فلنـ.ا أن نؤكد الآن على أن تكلفة التمويل بالملكية تدور حـ.ول عـ.دة مفاهيم أساسية وهي:

(أ) أنه على الرغم مـ.ن انخفـ.اض المخـ.اطرة الماليـ.ة المرتبطة بالتمويل بالملكية بل وانعدامها نظرا لعـ.دم ارتباط حصول المنشأة عليها بـ.أي إجـ.راء تعاقـ.دي مكتوب يتضمن أية التزامات ثابتة واجبة الـ.سداد. إلا أنها تُحمل المنشأة تكلفة تمويلية مرتفعة تعكس معـ.دل العائد على الاستثمار الواجب أن يتحقق للملاك.

(ب) أن تكلفة التمويل بالملكية ترتكز على مفهـ.وم تكلفـ.ة الفرصة البديلة Opportunity cost والذي يعني في صورته العامة قيمة المورد في أقيم حالاتـ.ه والـ.ذي يعني في المجال المتعلق بالتمويـ.ل بالملكيـ.ة "أعلـ.ى معدل عائد على رأس المال المملوك يمكن تحقيقه من خلال المشروعات المماثلة والتي تعمل في نفس مجال النشاط والتي تحوي نفس الدرجة من المخاطرة.

إلى الفهرس

ومن خلال هذا المفهوم فيمكن لنا ترجمة مفهـ.ـوم تكلفـ.ـة الفرصة البديلة في مفهوم مرادف له. وهو تكلفـ.ـة الاحتفـ.ـاظ بالملاك والذي يعني أن المنشأة لن تـ.ـتمكن مـ.ـن الاحتفـ.ـاظ بملاكها إذا من خلال إرضاء وتحقيق رغبـ.ـاتهم وتوقعـ.ـاتهم بالشكل الذي يحول الفرص البديلة أمامهم إلى الصفر، بمعنى أن يكون استثمار رأسمالهم، داخل المنشأة يتحقق عنه عائد لا يقل عن مثيلاتها في النشاط ودرجة المخاطرة.

(ج) أن المساهمين أصحاب رأس المـ.ـال فـ.ـي أي منـ.ـشأة يعتنقون مبدأ إعادة استثمار أرباح رأس المال، الأمر الذي يعني أن المساهم حين يحصل على الربح الـ.ـذي يتماشى مع توقعاته المـ.ـسبقة سـ.ـوف يقـ.ـوم بإعـ.ـادة استثماره في نشاط مماثل خارج المنشأة وبنفس معدل العائد على الاستثمار الذي يعكس توقعاته.

في ضوء الحقائق السابق ذكرها يمكننا الآن أن نؤكد على أن تكلفة التمويل بالملكية . والتي تخرج عن دائرة التكاليف الدفترية المسجلة في صورة تعاقدية والتي تدور حول مفاهيم تكلفة الفرصة البديلة وتكلفة الاحتفاظ بالملاك . تنحصر في

معدل العائد المطلوب تحقيقه على رأس المال المملوك مـ.ن خلال أوجه الاستثمار المماثلة.

وفي هذا المجال فنحن نناشد الكتاب والباحثين في مجـ.ال الفكر المالي ضرورة التصدي لهذا المجال الهام من خـ.لال محاولة تحديد معدل العائد على رأس المال الواجب تحقيقـ.ه من المشروعات الاستثمارية في مختلف مجـ.الات النـ.شاط الاقتصادي، مع أهمية التصدي لقيـ.اس تكلفـ.ة رأس المـ.ال المملوك في شركات الأعمال العامة لما لذلك من آثار إيجابية متعددة الجوانب.

وفي نهاية هذا العرض السريع لمفهومنا الخاص بتكلفـ.ة التمويل بالملكية . والذي يرتبط بخاصية التمويل الحـ.دي أو الإضافي . يمكن أن يتم ذاتيا عن طريق احتجاز جزء مـ.ن الأرباح القابلة للتوزيع أو بشكل خارجي بإصدار أسهم عادية جديدة ولذلك سنعرض لكل من النوعين على حدة كما يلي:

. تكلفة الأرباح المحتجزة: Cost of retained earings:

قد ينظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها تلك الأرباح التي تم احتجازها طوال فترة حياة المنشأة وحتـى الآن، ولكـن المعنى المقصود [1] هنا والمتعلق بالقياس ينصب فقط علـى ذلك الجزء من الأرباح القابلة للتوزيع والذي لا يتم دفعه في صورة توزيعات نقدية لحملة الأسهم العادية وذلك بغـرض استخدامه في تمويل اسـتثمارات إضـافية تـم إقرارهـا أو ما زالت في مرحلة البحث والتحليل، ولن يختلف الأمر فيما إذا كانت تلك الاستثمارات الإضافية سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة بكامل قيمتها أو أن تلك المـساهمة سـوف تمثـل جزءا محدودا إلى جانب خليط من مصادر التمويل الأخرى.

ولا شك أن القياس هنا سوف يرتبط بـذلك الجـزء مـن صافي الربح بعد الضرائب والذي تم احتجازه في العام الذي يراد قياس تكلفة التمويل به ولا يمتد ليشمل مجمع الأربـاح المحتجزة في السنوات السابقة، والواقع أن هناك العديد مـن الأسباب التي تؤيد هذا الاتجاه في القياس منها:

---

1 – E. F, Brigham, op cit., p. 590.

إلى الفهرس

١- أن قياس تكلفة الأرباح المحتجزة في العام موضـع القياس يتماشى مع ضرورة إيجـاد معـدل سـنوي لتكلفة التمويل.

٢- أن ذلك يتماشى مع مبدأ ضرورة القيـاس الحـدي لتكلفة التمويل.

٣- أن الأخذ بمجمع الأرباح المحتجزة عند قياس تكلفـة التمويـل الإضـافية سيتـضمن ازدواجـا داخليـا ومتضاعفاً في حساب التكلفة.

أن المنطق وراء ضرورة قياس تكلفة التمويل المرتبطـة باحتجاز الأرباح يتمثل في أن هذا الإجـراء سـوف يـؤدي بالضرورة إلى حدوث فجوة مؤثرة بين معدل العائد المطلوب على رأس المال من جانب الملاك

(صافي أرباح قابلة للتوزيع / رأس المال المملوك)

وبين معدل العائد المحقق بالفعل.

(صافي أرباح قابلة للتوزيع . أرباح محتجزة / رأس المال المملوك)

الأمر الذي يعني أن هناك فرصة ضائعة على المساهمين. حيث كان في إمكانهم . في حالة عدم الاحتج.از . إع.ادة استثمار تلك الأرباح في شراء أسهم أخرى أو سندات أو أي استثمارات أخرى تحقق ذات العائد وتحوي نفس الدرجة من المخاطرة.

أن الفجوة المذكورة وإذا اعتبرن.ا أن احتج.از الأرب.اح مصدرا تمويليا بدون تكلفة متجاهلين وجهة نظر حملة الأسهم العادية سوف يهبط بأسعار الأسهم في سوق المال ولنوض.ح هذا الأمر من خلال المثال التالي:

قام أحد الأشخاص باستثمار أمواله في شراء ع.دد م.ن الأسهم العادية التي أصدرتها إحدى ال.شركات ب.سعر ١٥٠ جنيها للسهم الواحد طالبا تحقيق معدل عائد قدره ٢٠ %.

ومن المنطقي أن طلبات هذا المساهم سوف تتحقق فيما لو حصل على مبلغ ٣٠ جنيها في نهاية العام لكي يتمكن م.ن إعادة استثمارها بذات المعدل في نشاط مماثل. ولنفرض أن الشركة قد قررت توزيع مبلغ ١٢ جنيها فقط للسهم على أن يتم احتجاز باقي ال.ربح لإع.ادة اس.تخدامه ف.ي تموي.ل

استثمارات إضافية، فما الذي يمكن أن يحدث في ظل اقتد.اء مبدأ مجانية التمويل الإضافي بالأرباح المحتجزة؟

إن المستثمر الذي كان يطلب تحقيق معدل عائد قدره ٢٠ % من خلال أرباح موزعة قدرها ٣٠ جنيها للسهم سد.وف يجد أن معدل عائده الفعلي ٨ % وهنا سوف يعيد تقييمه لهذا الاستثمار على الوجه التالي:

لقد حصلت على أرباح موزعة في صورة نقدية ق.درها ١٢ جنيها علما بأنني أرغب في تحقيق معدل عائ.د عل.ى الاستثمار قدره ٢٠ % فما هو المبلغ الواجب دفعه في سد.هم عادي يحقق معدل عائد ٢٠ % من خلال أرب.اح موزع.ة قدرها ١٢ جنيها؟

$$\frac{\text{ربح موزع}}{\text{سعر السهم}} = \text{معدل العائد على الاستثمار}$$

$$\frac{١٢}{س} = \frac{٢٠}{١٠٠}$$

$$\text{إذن س (سعر السهم في السوق)} = \frac{١٠٠ \times ١٢}{٢٠} = ٦٠ \text{ جنيها}$$

ومن الواضح إذًا أن عدم العناية بحساب تكلفـة احتجـاز الأرباح واحترام رغبات وتوقعات المساهمين سوف يـؤدي بالضرورة إلى انخفاض قيمة السهم في الـسوق مـن ١٥٠ جنيها إلى ٦٠ جنيها للسهم الواحد، الأمر الذي يمثل تدهورا خطيرا في الموقف المالي للشركة في أسواق رأس المال.

ومن الواضح الآن أن احتجاز الأرباح كمصدر للتمويـل الإضافي مع تلافي تدهور القيمة السوقية لأسهم الشركة فـي أسواق رأس المال بالشكل الذي تم توضيحه يمثل في واقـع الأمر تكلفة هذا المصدر التمويلي بالنسبة للشركة، والـسؤال الآن كيف يمكن أن يحدث هذا؟

لن تتمكن الشركة من تحقيق هذا الهدف إلا مـن خـلال القيام بسد الفجوة بين معدل العائد المطلوب وبين معدل العائد المحقق بالفعل حيث تمثل هذه الفجوة تكلفة الفرصة الضائعة بالنسبة للمساهم حامل السهم العادي والتي تقدر بـ . ١٢ % (٢٠ % . ٨ %).

ولكن كيف للشركة أن تنجح في سد هذه الفجوة وحل هـ.ذه المعادلة الصعبة؟

إن هذا لن يحدث إلا إذا تأكدت الشركة من إمكانية إعادة استثمار الأرباح المحتجزة (١٨ جنيها من السهم الواحد) من خلال استثماراتها الإضافية بمعدل عائد علـ.ى الاسـ.تثمار لا يقل عن ٢٠ % وهو الذي يتطابق مع معدل العائد المطلوب من المستثمر الذي ضاعت عليه فرصـ.ة الحـ.صول علـ.ى الأرباح القابلة للتوزيع بكامـ.ل قيمتهـ.ا لإعـ.ادة اسـ.تثمارها بطريقته الخاصة وفي هذه الحالـ.ة سـ.وف يكـ.ون الأمـ.ر محصورا داخل أحد ثلاثة احتمالات هي:

الاحتمال الأول: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأربـ.اح المحتجزة بمعدل عائد ٢٠ % في مجال نـ.شاطها، وبـ.ذلك تتمكن من تعويض المستثمر عن فرصـ.ته الـ.ضائعة حيـ.ث يكون هذا التعويض في صورة معدل نمو لأرباحه في العـ.ام القادم يتم حسابه كالآتي:

المكاسب الإضافية = نصيب السهم من الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الاستثمار = ١٨ جنيها × ٢٠ % = ٣,٦ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح سـ.يرتفع مـ.ن خلال هذا الاستثمار من ٣٠ جنيها إلى ٣٣,٦ جنيه وبـ.ذلك يكون:

معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\frac{\text{مقدار النمو في أرباح السهم بعد سنة من الاحتجاز}}{\text{نصيب السهم من الربح خلال سنة الاحتجاز}} = \frac{٣,٦}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٢ \%$$

وبهذا الشكل يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائـ.د المطلوب من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{م ع ط} \quad \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق}$$

حيث إن:

م ع ط: تمثل معدل العائد المطلوب.

ت ق: تمثل نصيب السهم من الربح الموزع.

ق: تمثل القيمة الاسمية للسهم.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد الآتي:

$$\text{م ع ط} = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٢ \% = ٢٠ \%$$

حيث إن:

ق س: تمثل القيمة السوقية للسهم.

ت ق: تمثل نصيب السهم في الربح الموزع.

م ع ط: تمثل معدل العائد المطلوب.

م ق: تمثل معدل النمو الواقعي.

$$\therefore \text{ق س} = \frac{١٢}{٠,٢٠ - ٠,١٢} = ١٥٠ \text{ جنيها}$$

ومن الواضح أن تكلفة احتجاز الأرباح تنحصر في حتمية إعادة استثمارها لصالح المستثمر بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك العائد المطلوب وهو ٢٠ %.

الاحتمال الثـاني: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات تدر عائدا أقـل مـن ٢٠ % . . بافتراض ثبات المخاطرة . وليكن هذا المعدل الفعلي ٦ % فقط وفي هذه الحالة فمن المؤكد أن الشركة لن تـتمكن مـن تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة بكامل قيمتها وبالتالي فسوف ينخفض سعر السهم في السوق ويمكن توضيح ذلـك على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم الواحد = نصيب الـ.سهم مـ.ن الأرباح المحتجزة × معدل العائد على الاستثمار = ١٨ جنيها × ٦ % = ١,٠٨ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح . فـ.ي العـ.ام التالي سوف يزيد من خلال هذا الاستثمار الخاطئ إلى ٣١,٨ جنيه بدلاً من ٣٠ جنيها.

وهنا سيكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم = $\frac{١,٠٨}{٣٠}$ × ١٠٠ = ٣,٦ %

وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصل إلى معـ.دل العائـ.د المحقق على الاستثمار كما يلي:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق}$$

$$\text{م ع ط} = \frac{١٢}{١٥٠} + ٣,٦\ \% = ١١,٦\ \%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الخاطئ لم يتمكن من سد الفجوة المذكورة والناتجة من قرار الاحتجاز بكامل قيمتهـ.ا، بل اقتصر دوره على تحجيم هذه الفجوة مـ.ن ١٢ % علـ.ى ٨,٤ % (٢٠ % . ١١,٦ %) الأمر الذي يحـ.تم ضـ.رورة

إلى الفهرس

انخفاض سعر السهم عن ١٥٠ جنيها والتي يمكن تحديـدها من خلال معادلة تحديد القيمة السوقية السابق عرضها:

$$ق\ س = \frac{ت\ ق}{م\ ع\ ط\ .\ م\ ق}$$

$$ق\ س = \frac{١٢}{٢٠\ \%\ .\ ٣,٦\ \%}\ ٧٣,١٧\ جنيه$$

الاحتمال الثالث: أن تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثمارات إضافية تدر عائدا قدره ٢٥ % . . بافتراض ثبات المخاطرة بزيادة قدرها ٥ %.

عن ذلك المعدل الذي يتوافق مع طلبـات المـستثمرين، الأمر الذي ينتج عنه بالضرورة زيادة سعر السهم الـسوقي، ويمكن توضيح نتائج هذا الاحتمال على الوجه الآتي:

المكاسب الإضافية للسهم = الأرباح المحتجزة × معـدل العائد على الاستثمار = ١٨ جنيها × ٢٥ % = ٤,٥٠ جنيه.

الأمر الذي سيزِيد نصيب السهم من الربح . فـي العـام القادم . من ٣٠ جنيها إلى ٣٤,٥٠ جنيه.

وهنا سيكون معدل النمو الواقعي لأرباح السهم

$$= \frac{٤,٥}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٥ \%$$

ومن المؤكد في هذا الحالة أن معدل العائد على الاستثمار الفعلي سيزيد على المطلوب مما يزيد من قيمة الـ.سهم مـ.ن منظور المساهمين، الأمر الذي يحتم زيادة سعره السوقي عن قيمته الاسمية، وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصـ.ل إلـ.ى معدل العائد المحقق على الاستثمار وذلك على الوجه الآتي:

$$م\ ع\ ط = \frac{ت\ ق}{ق} + م\ ق$$

$$م\ ع\ ط = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٥ \% = ٢٣ \%$$

ومن الواضح أن هذا الاستثمار الجيد قد حـ.ول الفجـ.وة السالبة إلى موجبة . من منظور المستثمر . قـ.درها ٣ % الأمر الذي سيزيد من قيمة السهم في الـ.سوق مـ.ن خـ.لال المعادلة التالية:

$$ق\ س = \frac{ت\ ق}{م\ ع\ ط\ .\ م\ ق}$$

$$ق\ س = \frac{١٢}{٢٠\% \ . \ ١٥\%} = ٢٤٠ \text{ جنيها}$$

ويتأكد من المثال السابق حقيقة جوهرية تتمثـ.ل فـ.ي أن الشركة إذا قامت بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعـ.دل عائد يتساوى مع معدل العائد المطلوب من المساهمين وذلك في مجال نشاطها. فإن هذا لن يتسبب فـ.ي تغيـ.ر الأسـ.عار الجارية للأسهم، وإذا كان المعدل المتوقع مـ.ن وراء إعـ.ادة استثمار الأرباح المحتجزة أقل من معدل العائد المطلـ.وب (م ع ط) فإن النتيجة الحتمية لذلك هي انخفاض السعر الجاري للأسهم، أما في حالة نجاح الشركة فـ.ي اسـ.تثمار الأربـ.اح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل العائد المطلوب فـ.إن النتيجة هي ارتفاع السعر الجاري للأسهم، ومن هنا يتأكد أن الإدارة الواعية للشركات يجـ.ب أن تحـ.رص علـ.ى تبنـ.ي واحترام وجهة نظر المستثمرين حملـ.ة الأسـ.هم، حيـ.ث إن الاتجاه المعاصر للفكر المالي يعتبر وجهة نظر حملة الأسهم من الأسس الهامة المرشدة للقرارات المالية وعلى ذلك ففـ.ي حالة عدم قدرة الشركة على إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في استثماراتها الإضافية بمعدل عائد على الاستثمار لا يقـ.ل

عن ذلك المعدل المطلوب (الاحتمال الثاني) فيجب أن نلج.أ إلى تمويل تلك الاستثمارات الإضافية بمصادر أخرى أق.ل تكلفة (القروض والسندات مثلاً) وفي هذه الحالة سوف ي.تم توزيع الأرباح بكامل قيمتها على ألا يحدث نم.وا متوقع.ا لأرباح الأسهم وذلك من خلال تطبيق معادلة التكلفة كما يلي:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق}$$

$$\text{م ع ط} = \frac{٣٠}{١٥٠} + \text{صفر} = ٢٠ \ \%$$

وبهذا الشكل تحافظ الشركة على أسعار أسهمها الجاري.ة من الانخفاض وحتى تصبح المعادلات والنماذج الرياض.ية السابق استخدامها أكثر واقعية فلنا أن نفترض قيام الـ.شركة بتوزيع كل الأرباح على حملة الأسـ.هم لكـ.ي تـ.تمكن مـ.ن المحافظة على سعر السهم الجاري من الانخفـ.اض بالـ.شكل الذي يساوي بين معدل العائد المحقق مـ.ن خـ.لال التوزي.ع الكامل وبين معدل العائد المطلوب، وهذ.ا سـ.وف ي.تمكن المستثمر من إعادة استثمار الأرباح الموزعة في استثمارات مماثلة من خلالها معدل عائد ٢٠ % أيضا.

إلى الفهرس

والسؤال الآن: هل سيتمكن المستثمر في هذه الحالة مـ.ن إعادة استثمار نصيبه من الأرباح الموزعة بكامل قيمتها في استثمارات مماثلة؟

والإجابة العملية بالنفي، وذلك للأسباب الآتية:

١- أن التوزيعات التي يحصل عليهـ.ا حملـ.ة الأسـ.هم ستخضع لضريبة القيم المنقولة والـ.ضريبة العامـ.ة على الإيراد.

٢- أن قيام حملة الأسهم بالبحث عن فرص اسـ.تثمارية مماثلة خارج الشركة . سيرتبط بتحملـ.ه لـ.بعض عناصر التكاليف مثل عمولة الوسـ.طاء وسماسـ.رة الاستثمار والتي تتراوح ما بين ١ % إلى ٦ % من قيمة الأرباح المرغوب في استثمارها.

ولهذين السببين فإن الأرباح الموزعة والمتاحـ.ة لإعـ.ادة الاستثمار سوف تـ.نخفض بالـ.ضرورة بمقـ.دار الـ.ضرائب وتكاليف السمسرة، وعلى ذلك فلا بد من تعـ.ديل المعادلـ.ة السابق استخدامها لتستوعب الاعتبارين المـ.ذكورين وذلـ.ك على الوجه الآتي:

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق} + م ق (١ - ض) (١ - س)$$

حيث إن (ض) يمثل معدل الضريبة التي ستخـضع لهـا التوزيعات، (س) تمثل تكاليف السمسرة كنـسبة مـن قيمـة المبلغ المراد استثماره.

فإذا افترضنا أن معـدل الـضريبة ٣٢ % وأن تكـاليف السمسرة تقدر بنسبة ٣ % فإن معدل العائد المطلوب علـى استثمار الأرباح المحتجزة تقاس كما يلي:

$$م ع ط = (\frac{١٢}{١٥٠} + ١٢ \%) (١ - ٠,٣٢) (١ - ٠,٠٣)$$

= ٠,٢٠ × ٠,٦٨ × ٠,٩٧ = ٠,١٣١٩٢ = ١٣,١٩ %.

وبهذه النتيجة فإن حملة الأسهم سـيقبلون عمليـا إعـادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة في الشركة بشرط ألا يقـل معدل العائد المحقـق عـن ١٣,١٩ % ولـيس ٢٠ % وإلا تصبح فرصة الاستثمار المماثل أفضل بالنسبة لهم، وبمعنـى أكثر وضوحا فإن تكلفة احتجاز الأرباح ستكون ١٣,١٩ % وليست ٢٠ %.

. **تكلفة الأسهم العادية: Cost of common stock:**

إن المعنى المقصود بالأسهم العادية ينحـ.ـصر فـ.ـي تلـ.ـك الأسهم العادية الإضافية أو جديدة الإصدار والتي تمثل الشق الآخر للتمويل بالملكية الإضافية، حيث إن هذا التمويل يمكن أن يأخذ الشكل الذاتي أي الداخلي Internal عـ.ـن طريـ.ـق احتجاز الأرباح أو الشكل الخارجي External والمتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة وطرحها في أسواق رأس المـ.ـال Capital markets لاجتذاب مساهمين جدد.

والواقع أن تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار أسهم عاديـ.ـة جديدة عند قياسها توجه بالعديد من الصعوبات من أهمها مـ.ـا يلي:

١- عدم ارتباط عملية إصدار الأسهم العادية بأي اتفاق تعاقدي فيما بين المنـ.ـشأة طالبـ.ـة التمويـ.ـل وبـ.ـين المستثمرين المتوقع شرائهم لهـ.ـذه الأسـ.ـهم يحـ.ـدد صراحة تلك التكاليف المرتبطة باجتـ.ـذاب هـ.ـؤلاء المستثمرين وذلك خلافًا لما يحـ.ـدث عنـ.ـد إصـ.ـدار الأسهم الممتازة والسندات وكذلك الاقتراض قـ.ـصير ومتوسط الأجل.

٢- أن عملية إصدار أسهم عادية جديدة سوف يكون له أثره الملموس على مراكز حملة الأسـهم العاديـة الحاليين سواء من حيث السيطرة والرقابـة علـى المنشأة أو من حيث التأثير على قيمة الأسهم الحالية وقيمة الأرباح المتبقية لهم.

٣- ارتباط عملية إصدار أسهم عادية جديـدة بتكـاليف إضافية تتعلـق بعمليـات الاكتتـاب والعمـولات والتسجيل والتسويق حيث تُخفض هذه التكاليف مـن القيمة الصافية التي تحصلها الـشركة مـن عمليـة إصدار هذه الأسهم، الأمر الذي قد يحـتم تخفـيض سعر الأسهم العادية المتداولة وبهدف ضمان تسويق الأسهم الجديدة.

٤- أن هناك بعض الشركات التي لا يتم تداول أسـهمها في سوق الأوراق المالية الأمر الـذي يزيـد مـن صعوبة تقدير قيمتها السوقية الحقيقية كما أن هنـاك من الشركات الأخرى التي يتم تداول أسـهمها فـي سوق الأوراق المالية وتتعرض أسعار تلك الأسـهم

لتقلبات حادة بين الارتفاع والانخفاض الأمر الـ ذي يزيد من صعوبة تقدير أرباحها المستقبلية.

٥- أنه فيما يتعلق بالشركات جديدة الإنشاء والتي ترغب في إصدار أسهم عادية فتنحصر المشكلة الأسا سية للمستثمر المستهدف في عدم توافر البيانـ ات عـ ن الأرباح الماضية يمكنه الاسترشاد بها فـ ي تقـ دير الأرباح المطلوبة والمخاطر المرتبطة باسـ تثمارات هذه الشركة، الأمر الذي يجعل تقديراتـ ه الخاصـ ة بالأرباح غير دقيقة.

هذا وقبل أن نعرض للنماذج المستخدمة في قياس تكلفـ ة التمويل المرتبطة بإصدار الأسهم العادية الجديدة فلنا أن نؤكد على أهمية وضرورة وحتمية احتـ رام الـ شركة المـ صدرة لرغبات المستثمرين عن الأرباح الموزعة وعلاقتها بـ سعر السهم والتي تأخذ صورة توقعية لمعدل عائـ د معـ ين علـ ى الاستثمار ومن هذا المنطق فإن تكلفة التمويل هنا تتمثل فـ ي معدل العائد المطلوب من جهة المساهمين الجدد وضـ رورة تحقيقه بالفعل وإلا تعرضت أسهم الشركة للانخفـ اض كمـ ا سبق لنا البيان، كل ذلك لن يحدث إلا في حالة إمكانية قيـ ام

الشركة باستثمار الأموال الإضافية والمتحصل عليهـا مـن الإصدارات الجديدة في استثمارات إضافية تحقق على الأقل معدل العائد على الاستثمار المطلـوب مـن جهـة هـؤلاء المستثمرين الجدد، وبالشكل الذي لا يـؤثر علـى الموقـف الحالي لحملة الأسهم العادية الأصليين.

وبالاسترشاد بالمثال السابق عرضه عن تكلفـة الأربـاح المحتجزة فمن المنطقي أن التكلفة التمويلية المرتبطة بإصدار الأسهم الجديدة بقيمة ١٥٠ جنيها للسهم الواحد وأن المستثمر الإضافي . ومن خلال ما يتحصل عليه المستثمر الحالي . يتوقع عائدا قدره ٢٠ % فإن تكلفـة إصـدار هـذا الـسهم الإضافي من منظور الشركة تتمثل في حتمية تحقيق رغبـة هذا المستثمر الإضافي بأن يكون معدل العائد الفعلـي علـى الاستثمار ٢٠ % على الأقل، ولكي تـتمكن الـشركة مـن الاحتفاظ بهذا المستثمر بالإضافة إلى المحافظة علـى قيمـة الأسهم في السوق يمكنها إقرار أحد البديلين التاليين:

الأول: توزيع مبلغ ٣٠ جنيها للسهم مع معدل نمـو مـساوٍ للصفر. (نظرا لعدم وجـود توسـعات أو تمويلهـا بمصادر أخرى تغطي تكلفتها على الأقل).

الثاني: توزيع مبلغ أقل من ٣٠ جنيها على أن يعاد استثمار هذا الجزء المحتجز بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ٢٠ % كما سبق بيانه.

وبذلك يتبين من هذا التحليل أن تكلفة التمويل المرتبطة باحتجاز الأرباح مساوية في معدلها لتكلفة التمويل المرتبطة بالإصدارات الجديدة للأسهم العادية.

والسؤال الآن: ماذا سيكون عليه الموقف فيما لو تحملت الشركة تكاليف إصدار قدرها ١٠ جنيهات للسهم؟

في هذه الحالة فإن المبلغ الصافي والقابل للاستثمار . من منظور الشركة . سوف ينخفض بمقدار هذه التكاليف ليصبح ١٤٠ جنيها بدلاً من ١٥٠ جنيها مع ضرورة تحقيق المستثمر لمعدل عائد على الاستثمار قدره ٢٠ % والذي ينتج من توزيعات قدرها ٣٠ جنيها للسهم الواحد. الأمر الذي يرفع من معدل التكلفة بالضرورة إلى ٢١,٤٣ % بدلاً من ٢٠ %

$$\left(\frac{٣٠}{١٥٠ - ١٠} \times ١٠٠ \right)$$

حيث يرجع هذا الارتفاع إلى تحمـل الـشركة لتكـاليف الإصدار المذكورة، وفي هذه الحالة سـوف تزيـد التكلفـة التمويلية التي تتحملها الشركة في الوقت الذي لا ينخفض فيه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر عما كان يطلبه، وغالبا ما تلجأ بعض الـشركات إلـى تحميـل المستثمر بتلك التكاليف المرتبطة بالإصدار لكي تحافظ على معدل تكلفتها بدون ارتفاع في الوقت الذي ينخفض فيه معدل العائد على الاستثمار من وجهة نظـر المـستثمر ليـصبح ١٨,٧٥ %

$$\left(\frac{٣٠}{١٦٠} \times ١٠٠ \right)$$

وفي مجال النماذج المستخدمة في قياس تكلفـة التمويـل المرتبطة بالإصدارات الجديدة للأسهم العادية، فهناك العديـد منها والتي تحاول بدرجات متفاوتـة معالجـة الـصعوبات المرتبطة بالقياس، وسوف نقصر عرضنا على نموذجين فقط وذلك على الوجه الآتي:

النموذج الأول: النموذج المرتبط بنموذج التقويم الأساسـي للأسهم العادية:

لقد سبق أن عرضنا لمعادلة تقويم السهم العادي المـرتبط بمعدل نمو منتظم والمتمثلة في:

$$ق س = \frac{ت ق}{م ع ط - م ق}$$ والتي تعني أن:

$$\text{القيمة السوقية للسهم العادي} = \frac{\text{قيمة التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو المنتظم}}$$

وعلى ذلك فإن:

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق} + م ق$$

والتي تعني أن:

معدل العائد المطلوب (تكلفة الأسهم العادية الجديدة) =

$$\frac{\text{قيمة التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{معدل النمو المنتظم}$$

وإذا ما حاولنا توضيح مدلولات هذا النمـوذج يتحـتم أن يكون مدخلنا من خلال النموذج الخاص بـالتقويم الأساسـي للأسهم العادية وذلك انطلاقاً من الهـدف المـالي الأساسـي للمدير المالي من خلال عمله في ظل الفكر المالي المعاصر

وهو تعظيم قيمة الأسهم العادية بالمنشأة وبـ.ذلك يجـ.ب أن يكون محيطاً بتلك العوامل التي لها أثرها على المستثمر عند تحديده لأسعار الأسهم، حيث إن أهم الاعتبارات التي تحكـ.م عملية التقويم هذه تتمثل كما سبق أن ذكرنا في تلك العلاقـ.ة الطردية بين المخاطرة والعائد المتوقع، حيث إن المـ.ستثمر في صورته العامة يتجنب المخاطرة، ولذلك فهو لن يرضـ.ى إلا بعائد متوقع أكبر كلما زادت المخاطرة المتوقعة المرتبطة بالورقة المالية، علما بأن تلك العلاقة الطردية بين المخاطرة المتوقعة المرتبطة بالورقة المالية، علما بأن تلـ.ك العلاقـ.ة الطردية بين المخاطرة والعائد المتوقع لا تأخـ.ذ بالـ.ضرورة الشكل المستقر على مدار الزمن، حيث إن تلك العلاقـ.ة قـ.د تتغير مع تغيـ.رات معـ.دلات الفائـ.دة ومـ.ع الاعتبـ.ارات السيكولوجية للمستثمر، وعلى ذلك فإن النمـ.اذج الرياضـ.ية المستخدمة في التقويم لا تخرج عن كونها معادلات رياضية مجردة توضح وتحدد العلاقة بين المتغيرات الأساسية حيـ.ث تربط بين العائد وسعر السوق للورقة المالية مـ.ن منظـ.ور المستثمر، سواء أكان فردا أم مؤسسة، حيث إن هذا المستثمر

يبحث عن تعظيم قيمة كل سهم في محفظة أوراقه المالية أو يبحث عن تعظيم العائد الكلي لتلك المحفظة.

وإذا ناقشنا الأمر من منظور المنشأة فـ.إن كثيـ.را مـ.ن مشكلات قرارات الاستثمار يمكن التحكم فيها عندما يتـ.وافر لدى إداراتها المالية بيانات تمكنها مـ.ن قيـ.اس تكلفـ.ة رأس المال، كما أن هناك أهمية واضحة لتحديد معـ.دلات العائـ.د المحققة من كل نوع من الأوراق المالية عن طريق الاستعانة بالتغيرات التي حدثت في الماضي لهذه المعدلات لإمكانيـ.ة التنبؤ بالتغيرات المستقبلية.

والواقع أن نماذج التقويم المتعددة والتي تعكس وجهة نظر المستثمر الخاصة تشتمل علـ.ى ثلاثـ.ة عناصـ.ر أساسـ.ية وهي [*]:

- السعر السوقي.
- التدفق النقدي المتوقع (توزيعات الأرباح).
- معدل الخصم (معدل الرسملة).

---

[*] ستقوم بمعالجة هذا الموضوع بشكل تفصيلي في الفصل الخامس من هذا الكتاب.

حيث إن عملية التقويم هذه تعتمد أساسا على مفهوم القيمة الحالية للنقود. حيث إن السعر الذي يدفعه المستثمر في مقابل شراء السهم العادي سيتحدد وفقًا للقيمة الحالية لكل التـ.دفقات النقدية المتوقع توليدها من هذا السهم والمتمثلة في توزيعات الأرباح على تلك الأسهم بالإضافة إلى قيمة السهم الـ.سوقية وقت الاسترداد، وليس هناك من شك في أن معدل الخـ.صم المستخدم هنا سوف يتضمن المخاطرة المتوقعة والمرتبطـ.ة بهذا السهم الأمر الذي يعني أن المستثمر المستهدف لـ.شراء السهم العادي سوف يستخدم معدل خصم أكثر ارتفاعا عنـ.د تقويمه للأسهم العادية مقارنة بمعدل الخصم المستخدم عنـ.د تقويمه للسندات. في حين أن معدل الخصم المـ.ستخدم عنـ.د تقويمه للأسهم الممتازة فيقع عادة بين المعدلين السابقين.

ومن الواضح الآن أن معدل الخـ.صم المـ.ذكور يعكـ.س صراحة معدل العائد المطلوب من جهة المستثمر والذي يمثل في النهاية تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار الأسـ.هم العاديـ.ة وذلك من منظور المنشأة طالبة التمويل.

والواقع أن عملية تقويم الأسهم العادية بصفة خاصة يجب أن تتضمن معدلات للنمو في قيمة السهم وتوزيعاته بمـ.رور

الزمن وذلك حماية للقوة الشرائية من التناقص تحـ.ت تـ.أثير عوامل التضخم، وعلى ذلك فإن القيمـ.ـة الحقيقيـ.ـة للأسـ.ـهم العادية تعتبر قيمة متزايدة فـ.ـي المتوسـ.ـط حيـ.ـث لا يجـ.ـب التصدي لعملية التقويم بافتراض ثبات المكاسب المتوقعة في المستقبل والتي تتمثل في التدفقات النقدية السنوية التي يتوقع حملة الأسهم الحصول عليها، وحيـ.ـث إن الـ.ـسهم العـ.ـادي كمصدر تمويلي يتصف بالاستمرارية حيث إنـ.ـه لا يـ.ـرتبط بتاريخ استحقاق معين فيمكن تحديد قيمـ.ـة الـ.ـسهم العـ.ـادي بافتراض عدم توقع النماء بالمعادلة التالية:

$$ق\ س = \frac{ت\ ق}{م\ ع\ ط}$$ حيث إن:

ق س: هي قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر.

ت ق: التوزيع النقدي السنوي المتوقع.

م ع ط: معدل العائد المطلوب لحملة الأسهم العادية.

وكما ذكرنا أن هناك حتمية لنمو التوزيعـ.ـات المرتبطـ.ـة بالأسهم العادية فيجب أن يتم تعديل المعادلة السابقة لتتضمن معدل النمو المتوقع للتوزيعات والتي نرمز لها بـ.ـالرمز م ق في الشكل الآتي:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ت ق}}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

وعلى ذلك كان تكلفة الأسهم العادي.ة جدي.دة الإص.دار والمتمثلة في معدل العائد المطلوب من جه.ة الم.ستثمرين (معدل خصم أو معدل رسملة السهم) تتمثل ف.ي ال.صورة التالية:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق س}} + \text{م ق}$$

أما في حالة ارتباط إصدار السهم العادي بتكاليف إصدار تتحملها المنشأة فلا بد من تعديل النموذج المذكور ليت.ضمن تكاليف الإصدار المذكورة والتي سنرمز لها ب.الرمز (ص) وهي نسبة مئوية من سعر السهم المصدر وذلك على الوج.ه الآتي:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق س} \, (1 - \text{ص})} + \text{م ق}$$

ولتوضيح هذا النموذج نعود إلى المثال السابق ذكره بع.د تعديله على الوجه الآتي:

إلى الفهرس

إذا كان السعر الجاري السوقي للسهم ١٥٠ جنيها ونـ.سبة تكاليف الإصدار ١٠ % وكانت التوزيعات المتوقعة للـ.سهم ١٥٠ جنيهـ.ا ونـ.سبة تكـ.اليف الإصـ.دار ١٠ % وكانـ.ت التوزيعات المتوقعة للسهم ١٥ جنيها وأن معدل النمو المتوقع ١٠ % وأن المستثمرين يطلبون عائـ.دا قـ.دره ٢٠ % وأن الشركة حريصة على عدم تعريض قيمة الأسـ.هم المتداولـ.ة للانخفاض أو التأثير على معدل النمو، فإن عليها أن تحقـ.ق من وراء استثمار الأموال المتحصلة من إصـ.دار الأسـ.هم الجديدة معدل عائد يفوق العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويصبح المعدل المطلوب تحقيقه على الأموال الجديدة هو:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق س (١ . ص)}} + \text{م ق}$$

$$\text{م ع ط} = \frac{١٥}{١٥٠ \times (١ \,.\, ١٠ \%)} + ١٠ \% = ٢١,١١ \%$$

ويتأكد الآن أنه إذا كان معدل العائد المطلوب مـ.ن جهـ.ة المستثمرين هو ٢٠ % فيجب ألا تحقق الشركة معدلاً علـ.ى الاستثمارات الإضافية الممولة بالإصدارات الإضافية يقل عن ٢١,١١ % وإلا كانت النتيجة الحتمية عدم المحافظة علـ.ى

معدل النمو عند مستوى ١٠ %، وعدم المحافظة على مقدار التوزيعات عند ١٥ جنيها للسهم وبالتالي انخفاض كل منهما عن توقعات المساهمين وبالتالي تدهور سـ.ـعر الـ.ـسهم فـ.ـي السوق.

ومن الواضح أن تكلفة الأسهم العادية وفقًا لهذا النمـ.ـوذج تتحدد بمعدل العائد الذي يجب تحقيقه بواسطة المنشأة وبشكل يمنع سعر السهم من الانخفاض، بالإضافة إلى معالجة هـ.ـذا النموذج لتكاليف الإصدار وعدم الإضرار بمركـ.ـز الأسـ.ـهم المتداولة حاليا نتيجة للإصدارات الجديدة للأسهم.

النموذج الثاني: نموذج معدل التوزيع:

يتشابه هذا النموذج مع النموذج السابق تماما ويختلف عنه فقط في استخدامه لمعدل التوزيع المتوقع للسهم بدلاً من قيمة التوزيع، حيث نحصل على معدل التوزيـ.ـع بقـ.ـسمة مقـ.ـدار التوزيع المتوقع للسهم على سعر بيع السهم

$$\left(\frac{\text{ت ق}}{\text{ق س}} \right)$$

حيث يظهر هذا النموذج كالآتي [١]:

$$م\ ع\ ط = \frac{ت\ ق}{\frac{ق\ س}{(١ - ص)}} + م\ ق$$

أي أن معدل العائد المطلوب = $\frac{\text{معدل التوزيع المتوقع}}{\text{(١ - نسبة تكاليف الإصدار)}}$ + معدل النمو المتوقع.

وبالتطبيق على المثال السابق نجد أن:

$$م\ ع\ ط = \frac{١٥}{\frac{١٥٠}{(١ - ٠,١٠)}} + ١٠\ \% = ٢١,١١\ \%$$

ومن الواضح أن هذا النموذج يفيد في حالة ما إذا كانـت البيانات المتوافرة في صورة نسب مئوية.

وعلى الرغم من الانتقادات العديدة والتي وجهـت إلـى النموذجين المذكورين إلا أننا نرى أهمية استخدامهما وخاصة عند التصدي لحساب تكلفة الأسهم العاديـة لتلـك المنـشآت القائمة والتي تملك سجلات تاريخية يمكن الاعتماد عليها.

---

[1] – Ibid., Op. cit., p. 600.

تكلفـة التمويـل المرجحـة: Weighted Average cost of financing:

بعد أن انتهينا من عرض مفاهيم وطـرق قيـاس تكلفـة التمويل المرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويـل، فعلينـا الآن أن نعرض لمفهوم وطريقة قياس التكلفة الكليـة والتـي نطلق عليها تكلفة التمويل المرجحة والتي تُـستخدم عمليـا كمعدل لخصم التـدفقات النقديـة المرتبطـة بالاسـتثمارات الإضافية المطلوب تمويلها.

وفي هذا المجال فإن عرضنا لهذه الجزئية سـوف يأخـذ الأبعاد التالية:

البعد الأول: حتمية قياس المتوسط المرجح لتكلفـة التمويل:

إن البديل المرفوض لهذه الحتمية يتمثل في الاقتصار على قياس تكلفة مصادر التمويل بشكل منفرد، حيث يكون القرار الاستثماري متعلقاً بنتيجة المقارنة بين تكلفة هـذا المـصدر بذاته مع العائد المتوقع من ذلك الاستثمار بذاته أيضا. ومـن الواضح حتمية رفض هذا الاتجاه حيـث إن الفـصل بـين مصادر التمويل المكونة للمزيج التمويلي لا يمكن أن يتم فعليا

إلى الفهرس

ولكنه يتم دفتريا فقط، هذا بالإضافة إلى أن المنـ.شأة تعتبـ.ر وحدة متكاملة تتصف بخاصية الاستمرار، فإذا افترضـ.نا أن المنشأة قد قامت بقياس تكلفة عناصـ.ر المـ.زيج التمـ.ويلي كالآتي:

تكلفة المديونية ١٠ %، تكلفة الإصدارات مـ.ن الأسـ.هم الممتازة ١٢ %، تكلفة التمويل بالملكية ٢٠ %، فإن البـ.ديل المرفوض يحتم اتجاه المنشأة على تدبير الأموال المطلوبـ.ة لتمويل مشروعات العام القادم من خلال الاقتراض فقـ.ط ذي تكلفة التمويل المنخفضة، حيث إن العائد علـ.ى الاسـ.تثمار المتولد من هذه الاستثمارات سيصل إلى معدل أعلى من هذا التكلفة وليكن ١١ %، وإذا أخذنا في الاعتبار أن لكل منشأة طاقة اقتراضية معينة لا تملك بعد استغلالها إمكانيـ.ة تـ.دبير الأموال المطلوبة عن طريق مزيد مـ.ن الاقتـ.راض . وإن حدث ذلك تجاوزا سيكون بارتفاع واضح في التكاليف، هـ.ذا بالإضافة إلى أن هذا الاتجاه يزيد من المخاطرة المالية التـ.ي تتعرض لها المنشأة وما يمكن أن يؤدي إليه مـ.ن عواقـ.ب وخيمة.

إلى الفهرس

ومن جهة أخرى فإن هذه النظرة الجزئيـة المرفوضـة لمصادر التمويل والتي تعني الاهتمام فقـط بتكلفـة تمويـل مصدر معين للأموال سيتم استخدامه في تمويـل مـشروع استثماري معين والذي يعني أن يتم تمويل مشروع ما عـن طريق قرض مصرفي وآخر عن طريق أوراق مالية قابلـة للتحويل (أسهم ممتازة أو سندات)، وثالث عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة وبذلك يتم استخدام تكلفة الـدين كنقطـة أساس لقبول أو رفض المشروعات التي تمول بـالقروض، واستخدام تكلفة الأوراق المالية، كنقطـة أسـاس لقبـول أو رفض المشروعات الممولة بها. واستخدام تكلفـة التمويـل بالملكية كنقطة أساس لتقييم المشروعات الممولـة بالملكيـة، إنما يعني في النهاية، معاقبة بعض المشروعات، ومجاملـة البعض الآخر تبعا لمصدر التمويل المستخدم في تمويل هـذا المشروع أو ذاك، الأمر الذي يتعارض مـع مبـدأ تكامـل ووحدة المنشأة، وأخيرا فإن حتمية قياس المتوسط المـرجح لتكلفة التمويل يرجع إلى أن عملية التمويل تتم بمزيج تمويلي يتماشى مع المزيج التمويلي الحالي بالمنشأة (هيكـل تمويـل حالي) وعلى ذلك فإن قبـول مـشروعات إضـافية تحقـق

معدلات عائد على الاستثمار أكبر مـ.ن المتوسـ.ط المرجـ.ع لتكلفة التمويل، سيؤدي بالضرورة إلى زيادة أسعار الأسـ.هم في السوق نظرا لأن المشروعات الاستثمارية المقبولة علـ.ى هذا الأساس سوف يكون من المتوقع أن تحقق معدل عائـ.د على الأموال المملوكة، أكبر من معدل تكلفة هذا التمويـ.ل، وبمجرد وضوح هذه التوقعات في السوق، فإن أسعار الأسهم ستتجه نحو التزايد مع افتراض بقاء العوامل الأخرى كما هي . حيث إن الأرباح المتوقعة للسهم، وبالتـ.الي التوزيعـ.ات المتوقعة للسهم ستكون أكبر من تلك الأربـ.اح والتوزيعـ.ات المتوقعة للسهم قبل قبول هذه الاستثمارات الإضافية.

البعد الثاني: حتمية قياس المتوسط المرجح لتكلفـ.ة التمويل الإضافي:

إن تكلفة الأموال التي سـ.بق تـ.دبيرها مـ.ن مـ.صادرها المختلفة تعتبر تكلفة مغرقة وليس لهـ.ا ارتبـ.اط بقـ.رارات الاستثمارات المستقبلية، حيث إنها تكاليف تاريخية، في حين أن المناهج المقبولة لقياس تكلفة التمويل تتعلق فقـ.ط بتلـ.ك الأموال التي تفكر المنشأة في تدبيرها لمواجهة الاستثمارات الجديدة ومن المنطقي أن الأموال الإضافية لن يتم توفيرهـ.ا

إلا من خلال التزايد النسبي في تكلفتها مـ.ن خـ.لال تنـ.افس المنشآت على سوق المال من أجل الحصول علـ.ى الأمـ.وال مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها، الأمر الذي لا يرتبط بالأموال السابق تدبيرها، وعلى ذلك فإن الاهتمام سيكون موجها نحو قياس التكلفة الحدية لكل مصدر من مـ.صادر التمويـ.ل ثـ.م التكلفة الحدية للأموال الإضافية ككل والتي يـ.تم مقارنتهـ.ا بالعائد الحدي للاستثمار الإضافي لتقريـ.ر مـ.دى قبولـ.ه أو رفضه، ومن هنا فليس من المقبول أن يتم تقرير مدى قبـ.ول أو رفض الاستثمارات السابقة والتي دخلت مرحلـ.ة التنفيـ.ذ الفعلي.

والواقع أن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل هو في حقيقته تكلفة حدية ما دام كل جنيه مضاف يتكون من نفس المـ.زيج الذي يتكون منه هيكل التمويل الحـ.الي علـ.ى افتـ.راض أن الهيكل الحالي مناسب.

البعد الثالث: أنه فيما يتعلـق بـالأوزان النـسبية الواجب استخدامها في عملية الترجيح، فهل نستخدم القيم الدفترية لمصادر التمويـل أم نـستخدم القـيم السوقية لتلك المصادر؟

قبل الإجابة عن هذا التساؤل والمحدد للبعد الثالـث مـن أبعاد عملية القياس لمعدل تكلفة التمويل المرجحة فيجـب أن يكون واضحا في الأذهان قضية التفرقة بمـا بـين القيمـة الدفترية والقيمة السوقية للمصدر التمويلي، حيث إن القيمـة الدفترية يمكن الوصول إليها من خلال القوائم المالية للمنشأة مثل الميزانية العمومية وقائمة الدخل، وعلى سبيل المثال فإن القيمة السوقية للقرض أو السند ولتكن ٩٠٠ جنيه، في حـين أن قيمته الدفترية هي ١٠٠٠ جنيه حيث نتج هذا الاخـتلاف من خضوع المنشأة للإجراء الخاص بخصم الفوائد مقـدما، وكذلك الحال بالنسبة للأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث تختلف قيمتها السوقية عن قيمتهـا الدفتريـة بفعـل تكلفـة الإصدار التي تحملها المنشأة، ولإمكانية حسم هـذه القـضية نعرض للمثال الآتي:

يتكون الهيكل التمويلي لإحدى المنشآت من الآتي:

- ٤٠٠٠ سند بقيمة اسمية للسند الواحد ٢٠٠٠ جنيه وكوبون ١٠ %، سعر الضريبة ٥٠ %، القيمة السوقية للسند ١٨٠٠ جنيه.
- ٢٠٠٠٠ سهم ممتاز بقيمة اسمية للسهم ٢٠٠ جنيه، ومصاريف إصدار ٧ جنيهات للسهم، قيمة الربح الموزع للسهم ٢٤ جنيها.
- ٤٠٠٠٠ سهم عادي بقيمة اسمية ٧٠ جنيها للسهم، وقيمة السهم في السوق ٧٦ جنيها وتكلفة السهم العادي ٢٤ %.

حساب تكلفة التمويل المرجحة باستخدام القيم الدفترية كأوزان:

نبدأ بحساب تكلفة كل مصدر تمويلي على حدة.

بالنسبة للسندات:

تكلفة السندات بعد الضريبة = ١٠ % (١ . ٥٠) = ٥ %.

القيمة الدفترية للسندات = عدد السندات × القيمة الاسمية للسند

= ٤٠٠٠ × ٢٠٠٠ = ٨,٠٠٠,٠٠٠ جنيه.

بالنسبة للأسهم الممتازة:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{٢٤}{٢٠٠} = ١٢\ \%$$

القيمة الدفترية للأسهم الممتازة = ٢٠٠٠٠ سهم × ٢٠٠
= ٤,٠٠٠,٠٠٠ جنيه.

بالنسبة للأسهم العادية:

تكلفة الأسهم العادية = ٢٤ %.

القيمة الدفترية للأسهم العادية = ٤٠٠٠٠ سـ.ـهم × ٧٠ =
٢٨,٠٠٠,٠٠٠ جنيه

وفي ضوء البيانات المذكورة يمكـ.ـن حـ.ـساب المتوسـ.ـط المرجح لتكلفة التمويل من خلال الجدول رقم (٣).

الجدول رقم (٣)

هيكل التمويل	القيمة الدفترية لمـ. . ـصادر التمويل	الأهميـ. . .ـة النسبية	التكلفـ. . . .ـة المحسوبة	التكلفـ. . . .ـة المرجحة
سندات	٨٠٠٠٠٠٠	٢٠ %	٥ %	١ %
أسهم ممتازة		١٠ %	١٢ %	١,٢ %
أسهم عادية	٤٠٠٠٠٠٠	٧٠ %	٢٤ %	١٦,٨ %
	٢٨٠٠٠٠٠			
إجمالي	٤٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠ %	.	١٩ %

إن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل باستخدام القيم الدفترية كأوزان هو ١٩ %.

حساب تكلفة التمويل المرجحة باسـتخدام القيمـة السوقية كأوزان: بالنسبة للسندات:

القيمة السوقية للسند = ١٨٠٠ جنيه

قيمة الكوبون = القيمة الاسمية للسند × معدل الكوبون.

= ٢٠٠٠ جنيه × ١٠ % = ٢٠٠ جنيه.

$$\text{معدل الكوبون} = \frac{٢٠٠}{١٨٠٠} = ١١,١\ \%$$

تكلفة السند بعد الـضريبة = ١١,١ % × (١ . ٥٠ %)

= ٥,٥٥ %.

قيمـ..ـة سـ..ـوقية للـ..ـسندات = ٤٠٠٠ سـ..ـند × ١٨٠٠ = ٧,٢٠٠,٠٠٠ جنيه.

بالنسبة للأسهم الممتازة:

القيمة السوقية السهم = قيمة اسمية . مصاريف إصدار

= ٢٠٠ . ٧ = ١٩٣ جنيها.

القيمة السوقية الأسهم الممتازة = عدد الأسـ.ـهم × القيمـ.ـة السوقية للسهم

= ٢٠٠٠٠ سهم × ١٩٣ = ٣,٨٦٠,٠٠٠ جنيه

تكلفة السهم الممتاز = $\frac{٢٤}{١٩٢}$ × ١٠٠٩ = ١٢,٤٤ %

بالنسبة للأسهم العادية:

سعر السهم في السوق ٧٦ جنيها.

القيمة السوقية للأسهم العادية = عدد الأسـ.ـهم × القيمـ.ـة السوقية للـ.ـسهم = ٤٠٠٠٠ سـ.ـهم × ٧٦ = ٣٠,٤٠٠,٠٠٠ جنيه.

تكلفة السهم العادي ٢٤ %.

وفي ضوء البيانات السابقة يمكن حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل من خلال الجدول رقم (٤):

إلى الفهرس

الجدول رقم (٤)

هيكل التمويل	القيمة الدفترية لمصادر التمويل	الأهمية النسبية	التكلفة المحسوبة	التكلفة المرجحة
سندات	٧,٢٠٠,٠٠٠	١٧,٤ %	٥,٥٥ %	٠,٩٧ %
أسهم ممتازة	٣,٨٦٠,٠٠٠	٩,٣ %	١٢,٤٤ %	١,١٦ %
أسهم عادية	٣٠,٤٠٠,٠٠٠	٧٣,٣ %	٢٤ %	١٧,٥٩ %
إجمالي	٤١,٤٦٠,٠٠٠	١٠٠ %	.	١٩,٧٢ %

ومن الواضح – من خلال المقارنة بين نتائج الأسلوبين – أن معدل تكلفة التمويل المرجحة قد اختلفت بشكل طفيـ.ف، الأمر لذي لا يبرر الخلاف والجدل في هذا المجـ.ال، حيـ.ث يرى أنصار [1] استخدام الأذواق المرجحة ممثلة فـ.ي القـ.يم السوقية لمصادر التمويل أن هذا الاسـ.تخدام يعكـ.س تكلفـ.ة التمويل وقت الاستثمار الفعلي حيـ.ث إن اسـ.تخدام الأوزان باستخدام القيم الدفترية له أهمية تاريخية فقط حيـ.ث يعكـ.س الموقف وقت تدبير مصادر التمويل، الأمر الذي يعطي نتائج مضللة.

والواقع أننا نميل إلى استخدام الترجيح باسـ.تخدام القـ.يم السوقية لمصادر التمويل وخاصة بالنـ.سبة لتلـ.ك المنـ.شآت

---

1 – Steven E, Bolten, Managerial finance: Principles and practice, Houghton miffin co., 1976, p. 345.

المتنامية والتي تباع أسهمها في السوق بأسعار أعلـى مـن قيمتها الدفترية، حيث ستزيد من أهميـة التكلفـة المرتفعـة للتمويل بالملكية على الرغم من أن معظم المنشآت في واقـع الأمر تستخدم الترجيح وفقًا للقيم الدفترية.

تكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام:

لا تختلف طريقة قياس تكلفة التمويل في الشركة العامـة عنها في الشركة الخاصة إلا من حيث صعوبة عمل تقديرات عن تكلفة حق الملكية.

وعلى الرغم من هذه الصعوبة المـذكورة، فـإن هنـاك ضرورة للتوصل إلى نموذج لقياس تكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام نظرا للدور الخطير الذي تلعبـه تكلفـة التمويل في مجال اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي حيث إنها تعكس معدل الخصم المستخدم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمشروعات الإنفاق الرأسمالي، والتعرف على صافي القيمة الحالية لكل متغير ودليل ربحيته (النسبة بـين القـيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية والتكلفة المبدئية للاسـتثمار والتي تعرف بعلاقة العائد والتكلفة) وهي الأكثر استخداما في شركات قطاع الأعمال العـام والإدارات الحكوميـة حيـث

تستخدم تكلفة التمويل بطريقة مباشرة في حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية عند استخدام طريقة أو أسلوب صافي القيمة الحالية في حين أنها تستخدم بطريقة غير مباشرة كمعيار في أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار، حيـ.ث لا يـ.تم قبول المقترحات التي يقـ.ل معـ.دل العائـ.د الـ.داخلي علـ.ى الاستثمار بها عن تكلفة التمويل وهي بذلك تستخدم كمعيـ.ار لـ.لأداء المـ.الي Standard of financial performance لقياس مدى فعالية الاستثمار. والحد الأدنى من معدل العائـ.د الواجب تحقيقه على الاستثمار، ومعدل القطـ.ع The cut – off في ظل استخدام معايير القيمة الحالية، وتتعاظم القيمـ.ة العملية لتكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام نظـ.را لأن مجال التقييم الاقتصادي للاستثمارات العامة ينحصر في استخدامها كمعدل لخصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجـ.ة وتحديد العلاقة بين العائد والتكلفـ.ة، بالـ.شكل الـ.ذي يبـ.رر تخصيص قدر من الموارد المتاحـ.ة للاسـ.تثمارات العامـ.ة للمساهمة في تعظيم العائد القومي.

ومن الجدير بالذكر أن الاتجاه السائد هنا يتمثل في اعتبار معدل الفائدة على القروض طويلة الأجـ.ل مقياسـ.ا لتكلفـ.ة

التمويل بها، وحـ.ـدا فاصـ.ـلاً للقبـ.ـول أو الـ.ـرفض بالنـ.ـسبة لمشروعات الإنفاق الرأسمالي. ومبررا لتخصيص الأمـ.ـوال وهو الأمر الذي نرفضه تماما.

والواقع أن عدم إمكانية التوصل إلى طريقة سليمة لقياس تكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام، وخاصة مـ.ـا يتعلق بتكلفة التمويل الداخلي، قد أحدث انعكاسـ.ـات سـ.ـلبية عديدة أهمها:

١- عدم توجيه العناية الكافية لعملية توجيـ.ـه شـ.ـركات الأعمال لمـ.ـصادر التمويـ.ـل المتاحـ.ـة إلـ.ـى تلـ.ـك الاستثمارات التي تعظم النتائج المالية على اعتبـ.ـار أن التمويل يتم بطريقة مجانية تبرر تحقيق عوائـ.ـد منخفضة.

٢- أن عدم العناية بحساب تكلفة التمويل قـ.ـد أدى إلـ.ـى عدم الربط بين الاستثمارات الرأسمالية، ومـ.ـصادر تمويلها الملائمة، الأمر الذي انعكـ.ـس علـ.ـى خلـ.ـل الهياكل التمويلية لتلك الشركات.

٣- أن عدم العناية بحساب تكلفـ.ـة التمويـ.ـل المرتبطـ.ـة بحقوق الملكية قد أدى إلى تمادي شـ.ـركات قطـ.ـاع

إلى الفهرس

الأعمال العام في الاعتماد على الق.روض طويل.ة الأجل دون مراعاة لتأثير ذلك سلبيا على عائد حقوق الملكية.

٤- أن عدم العناية بحساب تكلفة التمويل وعدم إدخاله.ا في الاعتبار عند تسعير المنتجات قد أدى إل.ى م.ا نعاني منه اليوم والمتمثل في انخفاض الفائض ف.ي كثير من الشركات وتحقيق خسائر متتالية وبمب.الغ كبيرة.

الفصل الرابع

الأصول العلمية لصناعة

قرارات الاستثمار طويل الأجل

مقدمة الفصل

يعتبر قرار الاستثمار طويل الأجل أو كما يطلـق عليـه أحيانًا قرار الإنفاق الرأسمالي من أهم وأخطـر القـرارات المالية ولا يرجع ذلك فقط لما يرتبط بهذا القرار من إنفـاق مبالغ ضخمة مقارنة بالمصروفات التشغيلية، ولكن أيضا لأن عائد هذا الاستثمار لا يمكن الحصول عليه قبل مدة زمنيـة طويلة مستقبلاً حدها الأدنى سنة.

يهدف هذا الفصل إلى تغطية المجالات الفكرية والمهارية المرتبطة بصناعة قرار الاستثمار طويل الأجل مـن حيـث التجهيز لصناعة القرار، والطرق الموضوعية المستخدمة في المفاضلة بين بدائل الاسـتثمار المتاحـة أو تقيـيم الفكـرة الاستثمارية وتحديد مدى قبولها أو استبعادها.

إن محتوى ومضمون هذا الفصل يهدف إلى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام بمفهوم قرار الاستثمار طويل الأجل وأنواعه ونظريته المحورية (العائد ٢ التكلفة).

إلى الفهرس

٢- الإلمام التام والواعي بالعناصر الأساسـية الواجـب مراعاتها عند صناعة قرار الاستثمار طويل الأجل.

٣- إمكانية التحديد الكمي للهـدف المـالي المحـوري للمنشأة والمتمثل في تعظيم قيمتها من خلال تعظـيم ثروة المساهمين.

٤- الإلمام التـام بطريـق تقيـيم مقترحـات الإنفـاق الاستثماري واكتساب مهارة تطبيقها عمليا.

مفهوم الاستثمار طويل الأجل وأنواعه:

الواقع أن كلمة أو اصـطلاح "اسـتثمار" Investment تعني وترتبط بثلاثة مفاهيم اقتصادية تنحصر في التـضحية والحرمان والانتظار وعلى ذلك فإن الاستثمار بشكله العـام يعني: التضحية بإنفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد المتوقع ممـثلاً لثمن التضحية والحرمان وانتظار المبلغ المستثمر خلال فترة الاستثمار، وعلى هذا الأساس فإذا كانت فترة الاستثمار هي سنة فأقل فيكون الاستثمار هنا قصير الأجل، أما إذا كانـت فترة الاستثمار تزيد على السنة يكـون الاسـتثمار طويـل الأجل، وعلى هذا الأساس فإن الاستثمار طويل الأجل هـو

إلى الفهرس

الارتباط المالي بمبالغ كبيرة الآن بهدف تحقيق مكاسب في الأجل الطويل.

ومن المنطقي أن يرتبط الاستثمار طويل الأجل بمواصفات مميزة هي:

- ضخامة المبالغ المنفقة.
- تعاظم درجة الخطورة المرتبطة بالاستثمار طويل الأجل "مخاطر أعمال" حيث إن هناك علاقة في ذات الاتجاه بين طول الفترة الزمنية المستقبلية "العمر الافتراضي للمشروع الاستثماري" وبين درجة المخاطر المرتبطة بعدم التأكد أو عدم التيقن.
- تزايد معدلات العائد المرتبطة بالاستثمارات طويلة الأجل تماشيا مع طبيعة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة.

والواقع أننا الآن في مجال مناقشة الطريقة العلمية التي يجب أن تحكم عملية صناعة القرار الاستثماري طويل الأجل، حيث يمكن أن يتخذ هذا القرار وفي أغلب الحالات بطرق ارتجالية تعتمد بالدرجة الأولى على التقييم الشخصي وما لذلك من آثار مستقبلية خطيرة تتبع من ضخامة المبالغ

المستثمرة بالإضافة إلى طول الفتـرة الزمنيـة المـستقبلية والمترتبة على هذا القرار.

وهنا يجب أن نعرض سريعا للمراحل التي يمر بها القرار المتخذ على أسس علمية حيث تبدأ هذه المراحـل بالتحديـد الدقيق للموضوع أو المشكلة موضع القرار، ثم التحديد الدقيق للبدائل المتاحة أو الممكنة لعلاج المشكلة التي تم تحديدها في المرحلة السابقة، ويلي ذلك تحديد المزايا والعيوب المرتبطة بكل بديل من البدائل التي تم تحديدها، وأخيرا ومـن خـلال المقارنة بين مزايا وعيوب كل البدائل المطروحة يتم اختيار إحداها، وبذلك نصل إلى ما يمكن أن نطلـق عليـه "اتخـاذ القرار".

وبتطبيق المراحل المذكورة على الاسـتثمارات طويلـة الأجل بهدف صناعة القرارات المرتبطة بها نجد أن المرحلة الأولى – والتي تتعلق بتحديد الموضوع أو المشكلة – تتمثل في الآتي:

١ . تحديد نوعية الاستثمار موضوع الدراسة:

حيث إن هناك ثلاثة أنواع لمشروعات الاستثمار طويلـة الأجل تتمثل في الآتي:

١/ ١ استثمارات جديدة بهدف توليد طاقة إنتاجية جديـدة لم تكن موجودة من قبل.

١/ ٢ استثمارات توسعية وتتمثل في استثمارات إضـافية مطلوب إضافتها لاستثمارات قائمة بالفعل بهدف إضافة طاقة إنتاجية جديدة.

١/ ٣ استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد والتي تتمثل في عمليات إحلال أو استبدال بعض الأصول القديمة داخل دائرة عمرها الافتراضي بأصول أخرى جديدة كرد فعل لعوامـل التقدم التكنولوجي.

٢ . تحديد البدائل الممكنة أو المتاحة لحسم الموقف سواء أكان الاستثمار جديدا أم توسـعيا أم مرتبطـًا بعمليات تجديد وإحلال:

وهنا يمكن أن تتعدد البدائل المتاحة أمام متخذ القرار، أو في حالات أخرى قد تنحصر هذه الاختيارات في بديل واحد، ففي حالات التعدد الأولى يتم تحديد مزايا وعيوب كل بـدائل (عائد وتكلفة) تمهيدا للاختيار، أما في الحالة الثانية فيتمثـل التحديد هنا في تحديد التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل الوحيد المطروح تمهيدا لاتخاذ القرار المتعلق بالقبول أو الرفض.

٣. تحديد مزايا وعيوب كل بديل:

حيث يتم ذلك باتباع طرق تقييم موضوعية تعطـي عنـد تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائيـة للمقابلة بين التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل المطروح.

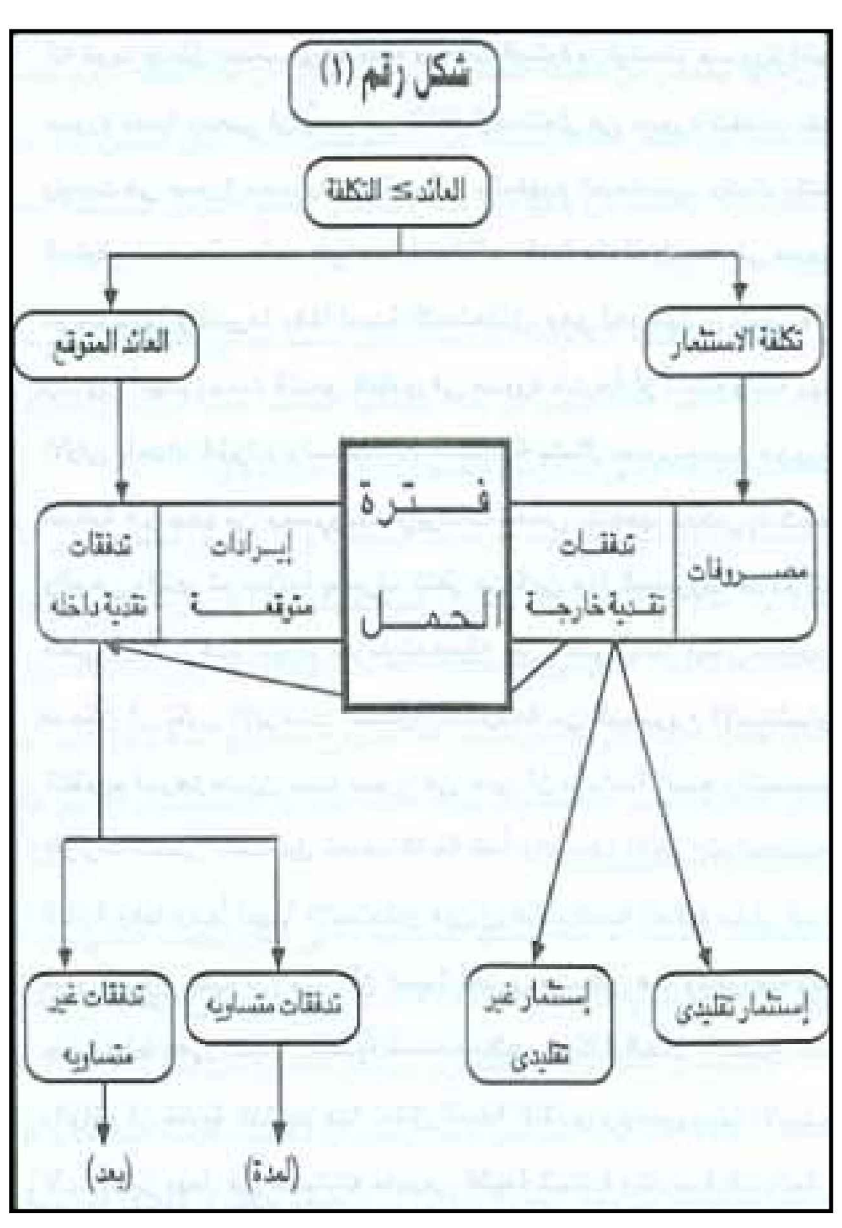
٤. اتخاذ القرار الاستثماري:

والذي يتم من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بـإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية. ومن المنطقي أنـه في تلك الحالة التي يكون أمامنا فيها بـديل واحـد فيـصبح القرار إيجابيا أو سلبيا حسب اتجاه النتائج المستخلصة مـن تقييم البديل بالطرق المستخدمة.

النظرية الحاكمة لصناعة قرار الاستثمار طويل الأجل:

من خلال ما سبق عرضـه يتأكـد أن صـناعة القـرار الاستثماري تدخل تحت دائرة تحليل التكلفة والعائد (C/ B/ A) وهي نظرية اقتصادية مؤداها أن القـرار الاسـتثماري يتصف بالإيجابية في حالة ما إذا كان العائد يزيد على التكلفة أو يغطيها في أكثر الاحتمالات تشاؤما (العائـد ٢ التكلفـة) وبناء على ذلك فإن قرار الاستثمار والذي يتخذ فـي ظـل نظرية اقتصادية يصبح قرارا اقتصاديا بالدرجة الأولى. هذا

وعند تقييم المشروعات الاستثمارية طويلة الأجـل فلنـا أن نتصور وضعها في ميزان للاستثمار، يوضحها الشكل رقـم (١) والذي نعرضه على الوجه التالي:



شكل رقم (١)
العائد ـ التكلفة
العائد المتوقع
تكلفة الاستثمار
تدفقات نقدية داخلة
إيرادات متوقعة
فترة الحمل
تدفقات نقدية خارجة
مصروفات
تدفقات غير متساويه
تدفقات متساويه
إستثمار غير تقليدى
إستثمار تقليدى
(بعد)
(لمدة)

والواقع أن تقييم مشروعات الإنفاق الاستثماري طويل الأجل بالصورة الموضحة يبنى على الفروض الأساسية التالية:

١- أنه فيما يتعلق بعنصري التكلفة والعائد المتوقع، فيتحتم ضرورة إظهارهما في صورة نقدية بمعنى أن يعبر عن تكلفة الاستثمار في صورة تدفقات نقدية خارجة وليست في صورة مصروفات رأسمالية بالمفهوم المحاسبي، وكذلك بالنسبة للعائد المتوقع فيجب أن يظهر في صورة تدفقات نقدية داخلة وليست في صورة إيرادات تم حسابها وتقديرها وفقًا لمبدأ الاستحقاق، وهو أحد مبادئ النظرية المحاسبية والذي لا يهتم بحدث التدفق النقدي في صورة خارجة أو داخلة ولكنه يهتم بالدرجة الأولى بإعداد القوائم والحسابات الختامية بشكل سنوي يحدد ما يرتبط بالسنة المالية الواحدة من مصروفات وإيرادات تخص نشاطها تعكس النشاط الإنتاجي والبيعي والذي تم خلالها بصرف النظر عن كون هذا المصروف قد تم إنفاقه بشكل

إلى الفهرس

فعلى أو كون هذا الإيراد قد تم تحصيله بكل فعلـى
أيضا وعلى سـبيل التوضـيح، فـيمكن أن تكـون
الإيـرادات الـسنوية المتوقعـة مـن المـشروع
الاستثماري موضع التقييم قدرها مليون جنيه سنويا
في حين أن سياسة البيع والتحصيل التي تم إقرارها
تقضي بتحصيل نصف القيمة نقدا والنصف الآخـر
يتم تحصيله في السنة التالية، وهذـا وتبعـا لمبـدأ
الاستحقاق فإن إيرادات السنة المالية محل الدراسـة
سوف تقدر بمليون جنيه في حين أن المبدأ النقـدي
والمطبق هنا يجعل منه نصف مليون جنيـه فقـط
وهي القيمة النقدية للمتحـصلات، وهكـذا الحـال
بالنسبة للمصروفات، والواقع أن نظرية التقييم هذـا
تعتنق المبدأ النقدي وترفض مبدأ الاستحقاق نظـرا
لأن الأخير يهمل في حساباته مفهومي القيمة الحالية
والفرصة الضائعة، وذلك على اعتبار أن تحـصيل
مبلغ نصف مليون جنيه بدلاً من مليون جنيه انعكاسا
للسياسة البيعية سوف يخفض من القيمـة الحقيقيـة
للإيرادات حيث إن تحصيل نصف القيمة البيعية في

خلال السنة محل التقييم وتحصيل النصف الآخر في السنة المالية التي تليها يخفض من القيمـ.ـة الحاليـ.ـة للإيرادات حيث إن قيمة جنيه اليوم أفضل من قيمة جنيه بعد سنة. هذا بالإضافة إلى أن تحصيل المبلغ على سنتين بدلاً من سنة واحدة سوف يتسبب فـ.ـي ضياع فرصة استثمار المبلغ المؤجل تحصيله لمـ.ـدة سنة كاملة.

٢- أن التدفقات النقدية الخارجة والداخلة والتي تستخدم في عملية التقييم بدلاً من الإيرادات والمـ.ـصروفات، يجب أن تظهر بقيمتها الصافية وذلك مـ.ـن خـ.ـلال إعداد قوائم التدفقات النقدية، والتي سنعرض تفصيلا لها في جزء لاحق.

٣- أن التدفقات النقدية الخارجة بقيمتها الصافية والتـ.ـي تمثل أحد جانبي التقييم يمكن أن يـ.ـتم إنفاقهـ.ـا الآن وبكامل قيمتها عند إقرار المشروع وفقـ.ـاً لنظريـ.ـة الاسـ.ـتثمار التقليـ.ـدي Traditional investment وفي حالة أخرى يمكن إنفاق جزء منها الآن وعنـ.ـد إقرار المشروع موضع التقييم على أن يـ.ـتم إنفـ.ـاق

الجزء الآخر مستقبلاً وذلك وفقًا لنظرية الاس.تثمار غير التقليدي Nontraditional investment.

٤- أن التدفقات النقدية الداخلة بقيمتها الـ.صافية والتـ.ي تمثل الجانب الثاني من التقييم سوف ترتبط بخاصية التوقع Expectation وستحدث على دفعات سنوية تعكس العمر الافتراضـ.ي للمـ.شروع الاس.تثماري موضع التقييم، وأن هذه الدفعات يمكن أن تتـ.صف بالاختلاف أو بالتساوي حيث يمكن أن تختلف قيمة التدفقات النقدية الصافية المتوقعة من سنة لأخـ.رى، ويمكن أن تتصف بتساوي قيمتها الـ.سنوية طـ.وال العمر الافتراضي للمشروع. وإذا كانـ.ت التـ.دفقات النقدية تتصف بالاختلاف فنستخدم هذ.ا اصـ.طلاح (بعد). أما إذا كانت متساوية فنـ.ستخدم اصـ.طلاح (لمدة).

٥- أن صافي التدفقات النقدية الداخلة المتوقعـ.ة سـ.واء أكانت غير متساوية أم متساوية سوف تتحقـ.ق فـ.ي نهاية السنوات وليس في بداياتها.

إلى الفهرس

٦- أن أول تدفق نقدي داخل لن يتوقع حدوثه قبل سـ.ـنة على الأقل من إقرار المـ.ـشروع وبدايـ.ـة نـ.ـشاطه التشغيلي، حيث إن الاستثمارات طويلة الأجل تحتم وجود فجوة زمنية بين الإنفاق الاسـ.ـتثماري وبـ.ـين توليد المشروع لأول تدفق نقدي داخل لا تقل عـ.ـن سنة؛ حيث يطلق على هذه الفترة اصـ.ـطلاح فتـ.ـرة الحمل Gestation Phenmenon.

٧- أنه وعند حساب وتقدير التدفقات النقديـ.ـة المكونـ.ـة للمعلومات المطلوبة لتقييم الاقتراحات الاسـ.ـتثمارية يتم حساب صافي التدفق النقدي الداخلي بالمعادلـ.ـة الآتية: .

صافي التدفق النقدي السنوي = صافي الربح بعـ.ـد الإهـ.ـلاك والضرائب + الإهلاك.

ويلاحظ هنا أن الإهلاك المرتبط بالأصول الثابتة قد تـ.ـم استبعاده للوصول إلى صافي الربح ثم أعيد إضـ.ـافته مـ.ـرة أخرى عند حساب صافي التدفق النقدي السنوي. والسبب في ذلك يرجع إلى خروج الإهلاك عن كونـ.ـه مـ.ـصروفاً نقـ.ـديا يجعل منه تدفقاً نقديا خارجا يستوجب الاستبعاد، ولكنه مجرد

قيد دفتري لتسوية حسابات الأصول الثابتة بهـ.دف إمكانيـ.ة تحديد قيمتها الدفترية خلال أي وقت من عمرها الافتراضي. وبذلك يتم استبعاده قبل الضرائب كأحد العناصر التكاليفيـ.ة المحملة على الأرباح السنوية بهدف تخفيض الربح الخاضع للضريبة، وبناء على ذلك يتم إضافته مرة أخرى بعد انتهـ.اء المبرر الأساسي من استبعاده لإمكانية التوصل إلى التـ.دفق النقدي السنوي المتولد فعليا.

ولتوضيح هذا الأمر نورد المثال التوضيحي التالي:

مشروع استثماري يتعلق بشراء آلة جديدة قيمتها الإجمالية بما فيها مصاريف النقل والتركيب ١٠٠ ألف جنيه وعمرهـ.ا الافتراضي ١٠ سنوات على أن تكون قيمتها التخريدية فـ.ي نهاية السنة العاشرة مساوية للصفر. وسوف يترتب على هذا الاستثمار توليد ربح سنوي إضافي قدره ٣٥٠٠٠ جنيه لمدة ١٠ سنوات، ومعدل الـ.ضريبة علـ.ى الأربـ.اح التجاريـ.ة والصناعية ٢٢ %، وتتبع الشركة نظام القسط المتساوي في الإهلاك، والمطلوب تجهيز البيانات اللازمـ.ة لتقيـ.يم هـ.ذا الاقتراح..

إلى الفهرس

من الواضح أن التدفق النقدي الخارج هنا هو ١٠٠,٠٠٠ جنيه في الوقت الذي يتحتم فيـ.ـه تحويـ.ـل الـ.ـربح الـ.ـسنوي الإضافي (٣٥٠٠٠ جنيه) إلى صافي تدفق نقدي داخل وذلك على الوجه الآتي:

قسط الإهلاك السنوي = تكلفة الأصل / عمره الافتراضي = ١٠٠٠٠٠ / ١٠ سنوات = ١٠٠٠٠ جنيه

الربح السنوي قبل الإهلاك والضرائب	٣٥٠٠٠
. قسط الإهلاك السنوي	(١٠٠٠٠)
الربح السنوي قبل الضرائب	٢٥٠٠٠
. الضرائب ٣٢ %	(٨٠٠٠)
صافي الربح السنوي بعد الإهلاك والضرائب	١٧٠٠٠

صافي التدفق النقدي الـ.ـسنوي = ١٧٠٠٠ = ١٠٠٠٠ = ٢٧٠٠٠ جنيه لمدة ١٠ سنوات.

ومن خلال هذا التحليل فإن تقييم هذه الفكرة الاسـ.ـتثمارية ينحصر حول دراسة وتحليل مدى الجدوى المالية من إنفـ.ـاق مبلغ ١٠٠٠٠٠ جنيه الآن في مقابل الحصول علـ.ـى تـ.ـدفق سنوي قدره ٢٧٠٠٠ جنيه لمدة ١٠ سنوات تبدأ مـ.ـن نهايـ.ـة السنة القادمة، وذلك خلافاً للتقييم المحاسبي التقليدي والـ.ـذي

ينصب على تقييم مدى جدوى الإنفاق المطلوب فـ.ـي مقابـ.ـل تحقيق أرباح أو مكاسب سنوية قدرها ٣٥٠٠٠ جنيه سنويا.

ونعتقد أننا الآن في مواجهة موقـ.ـف يـ.ـستلزم ضـ.ـرورة الإجابة عن سؤال محدد ينحصر في رأينا الموضوعي فـ.ـي المشروع المقترح من حيث قبوله أو رفضه كبـ.ـديل وحيـ.ـد، الأمر الذي يستوجب ضرورة اتخاذ قرار استثماري طويـ.ـل الأجل.

وللإجابة عن هذا السؤال - بـ.ـشكل قـ.ـاطع - يلـ.ـزم أن نسترجع المضمون المعاصر للفكر المالي والذي يدور حول نظرية اتخاذ مجموعة من القرارات المالية الـ.ـسليمة بـ.ـشكل يعكس آثارا إيجابية على الأهداف المالية للمنشأة التي تفكـ.ـر في اقتحام هذا المشروع، الأمر الذي يعني أن سـ.ـلامة هـ.ـذا القرار الاستثماري سوف تتحدد بمدى مساهمته في تحقيـ.ـق الأهداف المالية للمنشأة، الأمر الذي يعني أن الهدف المـ.ـالي الأساسي لهذه المنشأة لا بد وأن يكون واضحا ومحددا فـ.ـي ذهن من يتصدى لاتخاذ هذا القرار، وبذلك يصبح من الأمور المنطقية وقبل معالجة موضوع التقييم أن نحدد الهدف المالي

المحوري للمنشأة والذي يمثـ.ل الإطـ.ار المرجعـ.ي لمتخـ.ذ القرارات المالية باختلاف نوعياتها وذلك من خلال ما يلي:

الإطار المحدد للهدف المالي للمنشأة:

الواقع أن معالجة هذه الجزئية لا يجب أن تتم بشكل مطلق نظرا لحتمية الاختلاف في مفهوم الهدف المالي فيمـ.ا بـ.ين المنشآت الخاصة والمنشآت العامة، حيث تحتم طبيعـ.ة كـ.ل منهما ضرورة الاختلاف في هذا المجال ولكننا سوف نكتفي بحسم هذه القضية بالنسبة للمنشآت الخاصة التي تخرج عـ.ن نطاق ملكية الدولة وتتجه نحو ملكية فرد أو مجموعـ.ة مـ.ن أفراد المجتمع وذلك على النحو التالي:

لقد ارتبط هدف تعظيم الـ.ربح Profit Maximization كهدف مالي محوري للمنشأة الخاصة خـ.لال فتـ.رة زمنيـ.ة طويلة، وهو يعني تعظيم الفرق بين التدفقات النقدية الداخلية وبين التدفقات النقدية الخارجة وبالتطبيق على المثال السابق ذكره يمكن أن نحسب قيمة الـ.ربح النـ.اتج مـ.ن المـ.شروع المقترح بالصورتين المذكورتين على الوجه الآتي:

الأولى: (تعظيم الفرق بين الإيرادات والمصروفات).

= ٣٥,٠٠٠ × ١٠ . ١٠٠٠٠ = ٢٥٠,٠٠٠ جنيه

الثانية: (تعظيم الفرق بـ ـين التـ ـدفقات النقديـ ـة الداخلـ ـة والخارجة).

= ٢٧,٠٠٠ × ١٠ . ١٠,٠٠٠ = ١٧٠,٠٠٠ جنيه.

ولقد تعرض تعظيم الربح كهدف مالي محوري للقرارات المالية في المنشآت الخاصة للعديد من الانتقادات الموضوعية في الفكر المالي المعاصر أهمها ما يلي:

١- أن استخراج قيمة الربح المحاسبي من خلال القـ ـيم المطلقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجـ ـة، يـ ـؤدي إلى نتائج غير منطقية لعدم مراعاة مفهـ ـوم القيمـ ـة الحالية وذلك بإهمال الفجوة الزمنيـ ـة بـ ـين جـ ـانبي الحساب، ويزداد الأمر صعوبة عندما تتم المقارنـ ـة بين الإيرادات والمـ ـصروفات بالـ ـصورة الـ ـسابق توضيحها. وينطبق نفس الانتقاد إذا قـ ـام المـ ـستثمر عند شرائه للأوراق الماليـ ـة كنـ ـوع مـ ـن أنـ ـواع الاستثمار بالمقارنة بين القيمة المدفوعة في الورقـ ـة المالية الآن وبين مجموع التوزيعات النقدية المحتملة على مدار سنوات الاستثمار المقبلة.

٢- أن تبني المنشأة الخاصة لتعظيم الـ.ربح المحاسـ.بي كهدف مالي محوري لقراراتها المالية يجعلها أكثـ.ر عرضة لإقرار مشروعات استثمارية ذات درجـ.ات عالية من الخطورة، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين تعظيم الربح وتعظيم درجة المخاطر المرتبطـ.ة بتحقيقه، حيث إنه على المستوى العام فـ.إن أكثـ.ر الأنشطة الاقتصادية مخاطرة هي تلك الأنشطة التي تعمل في مجالات غير مشروعة، وعلى ذلك فـ.إن تلك النوعية من الأفراد والتي تمارس هذا النـ.شاط هي تلك النوعية التي تهتم بالدرجة الأولى بتعظـ.يم الأرباح مع عدم عنايتها بدراسة المخاطر المرتبطة بها.

٣- أن تعظيم الربح كهدف مـ.الي يتـ.صف بـ.الغموض الشديد نظرا لارتباطه بأكثر من دلالة واحدة، فيمكن أن تكون دلالته موجهة نحـ.و الـ.ربح الإجمـ.الي أو الربح الصافي، أو الربح قبل الضرائب أو بعدها، أو الربح في الأجل الطويل أو القصير.

والواقع أن الانتقادات المذكورة قد جعلت من تعظيم الربح هدفًا غير منطقي بالنسبة للمنشأة الخاصة في إطـار الفكـر المالي المعاصر.

وهناك اتفاق واضح بين فقهاء الفكر المالي المعاصر على أن هدف المنشأة الخاصة والذي يستمد منه كـل القـرارات المالية في المنشأة ينحصر في: تعظيم قيمة المنشأة، أو بمعنى آخـر تعظـيم ثـروة المـلاك Value of the firm maximization.

ويهمنا في هذا المجال التأكيد على أن هذا الهدف المتفـق عليه الآن لا يخرج عن كونه الهدف المتفق، وهـو تعظـيم الربح، ولكن بعد معالجة الانتقادات الثلاثة التي وجهت إليـه وبمعنى أكثر تحديدا فإن تعظيم قيمة المنشأة أو تعظيم ثـروة الملاك سوف يعني تعظيم الـربح بعـد معالجـة المخـاطر المرتبطة بالأرباح وإدخال القيمـة الحاليـة فـي الاعتبـار بالإضافة إلى التحديد الدقيق لمدلولية الهدف المذكور بالشكل الذي يلغي صفة الغموض المرتبطة بتعظيم الربح، وبـشكل أكثر تحديدا فإن تعظيم القيمة أو الثروة سوف يعني تعظـيم كل من صافي القيمة الحالية الموجبة وتعظيم معـدل العائـد

الداخلي على الاستثمار وهو الأمر الذي سنعرض له بإسهاب في هذا الفصل وذلك عند عرضنا لطرق تقيـ.ـيم مقترحـ.ـات الاستثمار طويل الأجل.

وفي اتجاه حرصنا الشديد على التـ.ـدعيم الرقمـ.ـي لكـ.ـل النظريات والمفاهيم العلمية داخل غلاف من التبسيط الـ.ـشديد نسوق إلى القارئ القصة التالية:

قصة المستثمر والخبير:

في جلسة خاصة في أحد النوادي الكبرى بمدينة القـ.ـاهرة جمعت بين مجموعة من الأصدقاء منهم رجل أعمال يمارس أعماله واستثماراته اعتمادا على الخبرة العملية فقط وكـ.ـذلك خبير في التمويل والاستثمار وكان الحوار قائما على أمـ.ـور خاصة وعامة حتى استقر على حوار متبادل بين المـ.ـستثمر والخبير تفصيله على النحو التالي:

المستثمر: أنا بفضل الله دخلت النهارده مـ.ـشروع اسـ.ـتثمار جديد ها أحقق منه ربح صافي ٢,٥ مليون جنيـ.ـه إن شاء الله.

الخبير: ها تحقق الربح ده النهارده؟

المستثمر: لأ طبعا.. ده استثمار طويل الأجل يعني الربح ده
ها يتحقق إن شاء الله على مدى ٨ سنوات من الآن.

الخبير: ممكن تكلّمنا عن تفاصيل هذا المشروع من فضلك؟

المستثمر: شوف يا سيدي.. المشروع ده عمره الافتراضي
٨ سنوات دفعت فيه اليوم مليون ونصف جنيه..
وها أحقق إن شاء الله ربح سنوي قدره نصف مليون
جنيه.

الخبير: طيب ممكن تفهمني سيادتك ها تحقق ربح قدره ٢
مليون ونصف جنيه إزاي؟

المستثمر: هي دي شغلانة يا سيادة الخبير طرحت اللّي
دفعته من اللّي ها أحققه من أرباح سنوية يعني
٥٠٠٠٠٠ × ٨ سنوات . ١٥٠٠٠٠٠ = ٢,٥٠٠
مليون جنيه.

الخبير: أقسم لك بالله العظيم وأنا متأكد من قسمي ده إنك لا
يمكن تحقق الربح اللي في ذهنك من هذا المشروع.

المستثمر: الحكاية واضحة جدا وحسبتها بسيطة.. واضح
إنك في حالة مش طبيعية.. ولو كنت بتتكلم جد يا
ريت توضح لينا وجهة نظرك.

الخبير: في إمكاني أحسب لك الحكاية كلها في ربـ.ـع سـ.ـاعة وأقولك النتيجة النهائية.. ولكنني أخاف عليـ.ـك مـ.ـن الصدمة لا قدر الله لو كـ.ـان المـ.ـشروع خـ.ـسران.. وعلشان كده هـ.ـا أشـ.ـرح ليـ.ـك الحكايـ.ـة بأسـ.ـلوب الصدمات المتابعة.. يعني واحدة واحدة.. وربنا يستر ويطلع المشروع كسبان.

المستثمر: اتفضل يا سيادة الخبير.

الخبير: نبدأ في الصدمة الأولى.

المستثمر: اتفضل.. ربنا يستر.

الخبير: إن تقييم للمشروع تم بالأسلوب المحاسـ.ـبي والـ.ـذي يعتمد على استخراج الربح من خلال المقارنة بـ.ـين الإيرادات والمصروفات.

المستمر: وإيه الغلط في كده؟

الخبير: الخطأ يا سيدي إن تقييم المشروعات لا يمكن عملـ.ـه بهذا الشكل لأنه لازم من المقارنـ.ـة بـ.ـين التـ.ـدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة وليس بـ.ـين الإيرادات والمصروفات.

المستثمر: وإيه السبب؟

الخبير: لأن الإيرادات والمصروفات مجرد حـ.سابات علـ.ى الورق بتقوم على مبدأ الاستحقاق.

المستثمر: طيب ممكن تحل لينا المشكلة دي؟

الخبير: هل المـ.شروع ده معفـً.ى مـ.ن الـ.ضرائب، وإزاي حضرتك بتستهلك أصولك واستثماراتك؟

المستثمر: أنا باخضع لمعدل ضريبة ٢٢ % وباستخدام نظام القسط المتساوي في إهلاك الأصول.

الخبير: إذاً نُحول الربح السنوي إلى تدفق نقدي كما يلي:

ربح سنوي قبل الإهلاك والضرائب ٥٠٠,٠٠٠ ج

. قسط الإهلاك السنوي المتساوي = ($\frac{١٥٠٠٠٠٠}{٨\ سنوات}$)(١٨٧,٥٠٠)

الربح السنوي قبل الضرائب	٣١٢,٥٠٠
. ضرائب ٢٢ %	(٦٨,٧٥٠).
صافي الربح السنوي بعد الإهلاك الضرائب	٢٤٣,٧٥٠

إذاً صافي التدفق النقدي الداخل = صافي الربح الـ.سنوي بعـ.ـد الإهـ.ـلاك والـ.ـضرائب + الإهـ.ـلاك = ٢٤٣٧٥٠ + ١٨٧٥٠٠ = ٤٣١٢٥٠ جنيها لمدة ٨ سنوات.

المستثمر: وبعدين يا سيدي الخبير؟

الخبير: نقدر نقول إن موقفك في نهاية الصدمة الأولـ.ى هـ.ا يقل عن اللّي في ذهنك وها يتحسب كده:

الربح النقدي = التدفقات النقدية الداخلة . التدفقات النقدية الخارجة

= ٤٣١٢٥٠ × ٨ سـ. . . .نوات . ١,٥٠٠,٠٠٠ = ١,٩٥٠,٠٠٠ جنيه.

المستثمر: قصدك يعني إن الـ. ٢,٥ مليون جنيـ.ه مكـ.سب أصبحوا مليون وتسعمائة وخمسين ألف جنيه بـ.س.. سترك يا رب.

الخبير: عندك اعتراض على حساباتي دي؟

المستثمر: لأ.. ده علم ولا بد من احترامه والحمد لله علـ.ى كده.. المشروع معقول برضه.

الخبير: لسه الصدمة الثانية.

المستثمر: سترك يا رب.. قول يا وش الخير.

الخبير: شوف يا صديقي.. الحسبة اللي فاتت اتعملت إزاي؟

المستثمر: طرحنا التدفقات النقدية الخارجة مـ.ن التـ.دفقات النقدية الداخلة وطلّعنا الربح النقدي المتوقع.

إلى الفهرس

الخبير: المشكلة هنا يا صديقي إن المقارنة اللي هي الطـرح تم بين طرفين مش زي بعض.. زي ما نقارن بـين وزن محمد وطول على.. ينفع الكلام ده؟

المستثمر: لأ طبعا؟ بس أفهم.

الخبير: التدفقات النقدية الخارجة اللي هي مليـون ونـصف دفعتها حضرتك النهارده.. لكـن التـدفقات النقديـة الداخلة ها تحصل بعدين في المستقبل.. يعنـي أول واحد منها ها ييجي إن شاء الله بعد سنة من دلوقتي والثاني بعد سنتين.. وهكذا.

المستثمر: فعلاً.

الخبير: وطبعا حضرتك معايا إن جنيه اليوم أحسن من جنيه بعد سنة.. ومعنى كده أننا لازم نحسب القيمة الحالية أو القيمة النهارده لكل التـدفقات النقديـة الداخلـة ونخصم منها قيمة التدفقات النقدية الخارجة.. وطبعا حضرتك عارف أن القيمة الحالية دي لازم ها تكون أقل من المجموع الحسابي للتدفقات النقدية الداخلـة نفسها.

المستثمر: وإزاي بقى نحسب القيمة الحالية دي؟

إلى الفهرس

الخبير: لازم أعرف منك تكلفة أموالك المستثمرة كام %؟

المستثمر: يعني إيه؟

الخبير: يعني المليون ونصف اللي دفعتهم في المـ.شروع ده جبتهم منين؟

المستثمر: فهمت.. كانوا في البنك وسحبتهم وكنـ.ت بأخـ.ذ عليهم فايدة ١٠ %.. يعني نتيجة سحبهم خسرت الـ. ١٠ % ولازم المشروع ده يحققهم على الأقل علشان ما اتحملش خسائر فرصة ضائعة.

الخبير: أنا ها أوافق على الكلام ده بـ.شكل مبـ.دئي ونعيـ.د حساباتنا دلوقتي على هذا الأساس.

المستثمر: إزاي بقى يا سيدي؟

الخبير: تروح تفتح الجدول الثاني من جداول القيمة الحاليـ.ة وتبص تحت ١٠ % أمام السنة الثامنة لتحصل على معامل قيمة حالية ٥,٣٣.. حضرتك فاهم معنى الرقم ده إيه؟

المستثمر: لأ طبعا.

الخبير: معنى الرقم ده يا سيدي إنك إذا دفعت النهارده فـ.ي استثمار ٥ جنيهات و٣٣ قرشا وأخـ.ذت كـ.ل سـ.نة

جنيها واحدا لمدة ٨ سنوات تبقى اسـ.تثمرت المبلـ.غ اللي دفعته (٥,٣٣) بمعدل عائد سنوي مركـ.ب ١٠ % تماما.

وبشكل تاني يستوي الأمر بين إذا كان في إيدك النهـ.ارده ٥ جنيهات و٣٣ قرشًا وبين حصولك على جنيه كل سنة لمدة ٨ سنوات أولهم بعد سنة من دلوقتي إذا كنت تحب تـ.ستثمر فلوسك بمعدل ١٠ % تماما لا أكثر ولا أقل.. أظن مفهوم؟

المستثمر: مفهوم جدا.

الخبير: وعلى فكرة ممكن تحسب المعامل ده من غيـ.ر مـ.ا تبص في جداول القيمة الحالية.

المستثمر: إزاي؟

الخبير: تطبق المعادلة دي:

معامل القيمة الحالية لتدفق نقدي قـ.دره جنيـ.ه لمـ.دة ٨ سنوات بمعدل خصم ١٠ % =

$$\frac{١ - \frac{١}{(١,١٠)^{٨}}}{١٠ \%} = ٥,٣٣$$

المستثمر: تمام كده.. يا ريت نحسبها على المشروع بتاعنا ونخلص من الصدمة الثانية دي.

الخبير: كل كلامنا اللي فات على جنيه واحد.. لكن مشروعك ها يولد كل سنة ٤٣١٢٥٠ جنيه ومش جنيه واحد وتبقى القيمة الحالية لكل هذه التدفقات = ٤٣١,٢٥٠ × ٥,٣٣ = ٢,٢٩٨,٥٦٣ جنيه وتبقى صافي القيمة الحالية ومش صافي الربح = ٢,٢٩٨,٥٦٣ . ١,٥٠٠,٠٠٠ = ٧٩٨,٥٦٣ جنيه ومش مليون وتسعمائة وخمسين ألف جنيه.

المستثمر: دي مصيبة كبيرة.. يعني الـ ٢,٥ مليون جنيه أصبحوا ١,٩٥٠,٠٠٠ جنيه وبعدين ٧٩٨,٥٦٣ جنيه بس.

الخبير: لسه الصدمة الأخيرة يا سيادة المستثمر.

المستثمر: هو لسه فيه مصايب ثانية؟

الخبير: اتفقنا قبل كده إن دي مش مصايب ده علم ولازم احترامه واستخدامه.

المستثمر: اتفضل يا سيدي وخلَّصنا.

الخبير: المشكلة يا صديقي إننا اتعاملنا مع المشروع ده ومع إيداع أموالك في البنك بطريقة واحدة، يعنـي كـل مجال منهم مفروض يحقق الـ ١٠ % مع أن إيداع أموالك في البنك لا يمثل بالنسبة لـك أي مخـاطر ولكن استثمار أموالك في المشروع ده لازم يقابلهـا مخاطر أكثر تحتم عليك أن تطلب منه معدل عائـد أكبر من ١٠ %.

المستثمر: فعلاً كلام صحيح.. ولكن إزاي نقـيس مخـاطر المشروع ده ونحط كام % زيادة عن ١٠ %؟

الخبير: الحكاية دي طويلة وصعبة عليك ولكن من خبرتـي السابقة ها نقول أن بدل المخاطرة المناسب للمشروع ده ٨ % يعني نطلب منه ١٨ % على الأقل ونعيـد حساباتنا اللي فاتت على هذا الأساس.

المستثمر: ماشي.

الخبير: نروح نفتح الجدول الثاني من جداول القيمة الحاليـة ونبص تحت ١٨ % أمام السنة الثامنة علشان نجيب المعامل أو نحسبه بالمعادلة إياها كما يلـي: معامـل

القيمة الحالية لتدفق نقدي قدره جنيه واحـ.ـد لمـ.ـدة ٨ سنوات بمعدل خصم ١٨ % =

$$\frac{1 - \frac{1}{(1,18)^{8}}}{18\ \%} = 4,78$$

وتبقى صافي القيمة الحالية المعدلة للخطر = ٤٣١,٢٥٠ × ٤,٠٧٨ - ١,٥٠٠,٠٠٠ = ١,٧٥٨,٦٣٨ - ١٥٠٠,٠٠٠ = ٢٥٨,٦٣٨ جنيها.

المستثمر: يعنـ.ـي الـ - ٢,٥ مليـ.ـون جنيـ.ـه نزلـ.ـت إلـ.ـى ١,٩٥٠,٠٠٠ جنيه وبعدين نزلت إلـ.ـى ٧٩٨,٥٦٣ جنيها وأخيرا نزلت إلـ.ـى ٢٥٨,٦٣٨ جنيهـ.ـا.. دي خسارة كبيرة جدا.

الخبير: يا صديقي لا خسارة ولا حاجة.. الحمد لله المشروع مربح جدا.

المستثمر: يا ريت أفهم؟

الخبير: هذه النتائج تؤكد أن المشروع ده مربح جـ.ـدا لأنـ.ـك علشان تستثمر أموالك بمعدل عائـ.ـد سـ.ـنوي ١٨ % وتحصل على تدفق نقدي قـ.ـدره ٤٣١,٢٥٠ جنيهـ.ـا

سنويا لمدة ٨ سنوات لازم تدفع فـي المـشروع ده ١,٧٥٨,٦٣٨ جنيه ولكنك دفعت فيه مليون ونـص بس يعني هذا المشروع ها يحقق ليك معـدل عائـد سنوي مركب قدره ١٨ % بالإضـافة إلـى ثـروة إضافية يحققها ليك قدرها ٢٥٨,٦٣٨ جنيها.

المستثمر: يا ريت أفهم حكاية الثروة الإضافية دي؟

الخبير: شوف يا سيدي.. الثروة ممكن تكون في شكل مباشر وممكن تكون في شكل غير مباشر وفي كلتا الحالتين نحمد الله عليها.. يعني لما ينزل عليك مبلغ ميت ألف جنيه تبقى ثروة إضافية مباشرة، ولما تكون هنـاك مصايب وأمراض وحوادث تتكلف ميت ألف جنيـه – ربنا يحوشها عنك – تبقـى دي ثـروة إضـافية برضه بس غير مباشرة، عبارة عن وفر في الإنفاق، يعني الموظف الغلبان اللي دخله محـدود وراجـل شريف ويراعي الله في عمله عنده ثروة إضافية زي عدم تعرضه للمرض هو وأسرته وتفوق أولاده بدون دروس خصوصية وهكذا، ونفس الحكايـة بالنـسبة للمشروع زي ما شرحت ليك يـستاهل تـدفع فيـه

١,٧٥٨,٦٣٨ جنيها علشان تحصل على تدفق نقدي سنوي ٤٣١,٢٥٠ جنيه لمدة ٨ سنوات وتحقـق ١٨ % سنويا بالتمام والكمال ولكنك حققت ثروة إضافية تمثلت في دفعك لمليون ونصف فقط ومعنى كده أن المشروع ده ها يحقق ليك معدل عائد داخلي علـى الاستثمار أعلى من ١٨ % أظن كده واضحة؟

المستثمر: واضحة جدا.. أشكرك كثيرا ومن النهـارده هـا يكون تقييمي للمشروعات على أساس مدى تعظـيم القيمة أو الثروة ومش تعظيم الربح المحاسبي.

وبعد انتهاء هذه القصة وهذا الحـوار المبـسط والـذي توصلنا من خلالهما إلى التحديـد الـدقيق للهـدف المـالي المحوري للمنشأة والذي يحكم صـناعة قـرار الاسـتثمار وصناعة القرار المالي بشكل عام نبدأ في عرض التفـصيل العلمي لطرق تقييم مقترحات الاستثمار.

طرق تقييم مقترحات الاستثمار

الواقع أن عدد الاقتراحات الخاصة بالإنفاق الرأسمالي في معظم المنشآت تفوق عادة مقدرتها على التمويل ومن الضروري أن يكون لدى الإدارة وسيلة للمفاضلة بين المقترحات المختلفة بحيث يمكنها ترتيب هذه الاقتراحات حسب أفضليتها للمنشأة، ومن الممكن في هذا المجال التفرقة بين نوعين من الاقتراحات الخاصة بالمشروعات الرأسمالية:

١- اقتراحات متنافسة.

٢- اقتراحات مستقلة.

وتشير الاقتراحات المتنافسة إلى الطرق البديلة لأداء عمل معين بحيث إذا تم اختيار إحدى الطرق لأداء العمل فإن ذلك سيمنع استخدام الطرق الأخرى البديلة، فمثلاً يمكن تحسين عملية مناولة المواد في مصنع للكيماويات عن طريق استخدام السير المتحرك أو الجرارات الرافعة ولا شك أن اختيار السير المتحرك لتأدية هذا العمل يجعل استخدام الجرارات الرافعة أمرا غير ضروري ومن ثم يعتبر

الاقتراح الخاص بالاستثمار في هاتين الطريقتين لنقل المواد من الاقتراحات المتنافسة أو المتعارضة.

وتشير الاقتراحات المستقلة إلى مـ.شروعات أو معـ.دات الاستثمار الرأسمالي التي تدرسها الإدارة لأداء أنواع مختلفة من الأعمال أو استخدامها في مشروعات استثمارية مختلفة، فمثلاً بجانب حاجتها إلى استثمار في وسيلة لمناولة المواد في المصنع قد تحتاج نفس الشركة إلى شراء آلة لتغليف أو تعبئة المنتجات وفي هذه الحالة نجد أن شراء سير محرك أو جرار رافع لمناولة المواد يعتبر مـ.ستقلاً عـ.ن الآلـ.ة المـ.شتراة الاستقلال الاقتصادي Economic independence الـ.ذي يعني أن العائد على مشروع استثماري معين لا يتأثر بوجود مشروع استثماري آخر، أي أن كلا المشروعين ليس سـ.ببا في الإيرادات التي يحصل عليها المشروع الآخر.

إن الأساس في عمليـ.ة إعـ.داد الميزانيـ.ات الرأسـ.مالية التقديرية هو اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي بشكل يـ.ؤدي إلى جعل قيمة حقوق أصحاب المشروع أعلى مـ.ا يمكـ.ن، ولذلك فإن عملية إعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية تهدف إلى الإجابة عن السؤالين الآتيين:

(أ) أي الاقتراحات الاس ـ تثمارية المتناف ـ سة يج ـ ب أن تختارها الإدارة؟

(ب) ما هو عدد الاقتراحات الاستثمارية الكل ـ ي ال ـ ذي يجب أن تقبله الإدارة لكي تزيد قيمة حقوق أصحاب المشروع إلى أعلى مستوى ممكن؟

وسوف يتضمن هذا الفصل عرضا مفصلا لأهم الط ـ رق المستخدمة ف ـ ي تقي ـ يم المقترح ـ ات الاس ـ تثمارية وكيفي ـ ة استخدامها.

وهناك العديد من الأساليب والنماذج الرياضية المستخدمة في هذا المجال، تتجه نحو نوعين أساسيين أولهما لا يستخدم مفهوم القيمة الحالية والآخر يستخدم هذا المفهوم، حيث يمثل النوع الأول من الطرق المذكورة. طريقة فترة الاسترداد، في حين يمثل النوع الثاني العديد من الطرق والأساليب أكثره ـ ا شهرة واستخداما أسلوبي صافي القيمة الحالية ومعدل العائ ـ د الداخلي على الاستثمار.

وتحقيقاً لتعظيم الإفادة فسوف نعرض للأساليب المذكورة من خلال التطبيق على المثال الافتراضي الآتي:

. تفكر إحدى الشركات الخاصة في إضافة استثمار جديد إلى استثماراتها الحالية يقدر بمبلغ ٢٥٠,٠٠٠ جنيه وأمامه.ا بديلان لهذا الاستثمار الإضافي بيانهما كالآتي:

البديل الأول: تم تقدير صافي تدفقاته النقدي.ة م.ن خلال الجدول رقم (١):

جدول رقم (١)

(القيمة بالألف جنيه).

سنوات / بيان	.	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨
تدفقات نقدية داخلة	–	٧٠	٩٠	١٦٠	١٨٠	١٠٠	١٢٠	١١٠	٨٠
تدفقات نقدية خارجة	(٢٥٠)	٢٠	٣٠	٤٠	٣٠	٦٠	٨٠	٧٠	٤٠
صافي تدفق نقدي	(٢٥٠)	٥٠	٦٠	١٢٠	١٥٠	٤٠	٤٠	٤٠	٤٠

البديل الثاني: تم تقدير صافي تدفقاته النقدي.ة م.ن خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (٢)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	.	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨
تدفقات نقدية داخلة	–	١٠٠	١٠٠	١٣٠	١٤٠	١١٠	١٠٠	٩٠	٩٠
تدفقات نقدية خارجة	(٢٥٠)	٣٠	٤٠	٦٠	٧٠	٤٠	٣٠	٢٠	٢٠
صافي تدفق نقدي	(٢٥٠)	٧٠	٧٠	٧٠	٧٠	٧٠	٧٠	٧٠	٧٠

ولقد اتضح أن تكلفة التمويل فـي المنـشأة ١٠ %، وأن البديل الأول أكثر خطرا من البديل الثاني، الأمر الذي انعكس في تقدير بدل مخاطرة ٥ %، ٢ % لكل منهما على التوالي. علما بأن معدل التضخم السنوي يقدر بـ ٣ %.

والمطلوب الآن وفي ضوء البيانات المتاحة هـذه إبـداء الرأي؟.

التقييم باستخدام طريقـة فتـرة الاسـترداد The Payback period method:

يرتبط مفهوم الاسترداد بتلك الفتـرة الزمنيـة اللازمـة لصافي التدفقات النقدية الداخلة خلال سنوات التشغيل لتغطية الإنفاق الاستثماري المطلـوب، ومـن المنطقـي أن فتـرة

الاسترداد الأقصر هي الأكثر قبولاً، حيث إن قصر فترة الاسترداد سيعكس آثاره الإيجابية على كل من السيولة والربحية ودرجة المخاطرة، حيث إن قصر فترة الاسترداد المذكور سوف يؤدي إلى سرعة توافر النقدية المستردة بالإضافة إلى إمكانية إعادة استثمار هذه النقدية لتحقيق عائد كان في حكم المفقود في حالة طول فترة الاسترداد.

وأخيرا فإنه بقصر فترة الاسترداد تنخفض درجة المخاطرة المحتملة والتي تتزايد مع طول الفترة المستقبلية.

كيف يتم حساب فترة الاسترداد؟

تختلف طريقة حساب فترة الاسترداد حسب طبيعة التدفقات النقدية الداخلة من حيث تساوي قيمها السنوية (بعد) عنها في حالة تساوي تلك التدفقات (لمدة) حيث يمثل البديل الأول الحالة الأولى ويمثل البديل الثاني الحالة الثانية.

البديل الأول:

حيث إن التدفقات النقدية الداخلة غير متساوية فيستلزم الأمر تجميع قيم تلك التدفقات حتى تتساوى مع قيمة الإنفاق الاستثماري المطلوب، وبالرجوع إلى جدول التدفقات النقدية

لهذا البديل نجد أن مجموع التدفقات النقدية خلال الـ سنوات الثلاث الأولى لا يكفي لتغطية الإنفاق الاستثماري المطلـوب في حين أن مجموع التدفقات النقدية خلال الأربـع سـنوات الأولى سوف يزيد على قيمة الإنفاق الاستثماري المطلـوب، الأمر الذي يؤكد أن فترة الاسترداد في هذا البديل تزيد على ثلاث سنوات وتقل عن أربع سنوات، ويتم حسابها على وجه التحديد كما يلي:

(.)	٣ سنوات	السنة الرابعة
٢٥٠	٢٣٠	١٥٠

الجزء المتبقي والمسترد خلال السنة الرابعـة = ٢٥٠ . ٢٣٠ = ٢٠.

الفترة الزمنية من السنة الرابعة اللازمة لاسترداد المبلـغ المتبقي =

$$\frac{٢٠}{١٥٠} = ٠,١٣$$

الفترة الزمنية من السنة الرابعة =١٢ شهرا + ٠,١٣ =

يوم	شهر
١٦	١

إذًا فترة الاسترداد = يوم شهر سنة

١٦ ٢ ٢

البديل الثاني:

حيث إن التدفقات النقدية الداخلة متساوية فيتم حساب فترة الاسترداد كالآتي:

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{قيمة الإنفاق الاستثماري}}{\text{صافي التدفق النقدي السنوي}}$$

$$\therefore \text{فترة الاسترداد} = \frac{٢٥٠}{٧٠} = ٣,٥٧ \text{ سنة}$$

ومن خلال هذه النتائج تجد أن استخدام فترة الاسترداد في التفضيل بين البديلين سوف يؤكد على تفضيل البـ.ديل الأول من منظور قصر فترة الاسترداد التي تعكس نتائج إيجابيـ.ة من حيث السيولة والربحية ودرجة المخاطر.

وعلى الرغم من السهولة والبساطة الواضحة في استخدام هذه الطريقة إلا أنها ترتبط بالعديد من الانتقادات التي تجعل من الاعتماد عليها بصورتها الحالية أمرا غير مقبول وهـ.ي:

.

١- أن طريقة فترة الاسترداد لا تأخذ في اعتبارها تلـ.ـك التدفقات النقدية الداخلة بعد انتهاء فترة الاسـ.ـترداد المحسوبة. فبالنسبة للبديل الأول فالتدفقات النقديـ.ـة الداخلة من السنة الخامسة وحتى الـ.ـسنة الثامنـ.ـة لا تدخل في الاعتبار سواء أكانت أقل أم أكبر من القيم الموجودة بالفعل، وكذلك الأمر بالنسبة للبديل الثاني حيث إنه من الأمور المنطقية أن يتـ.ـضمن التقيـ.ـيم جميع السنوات المكونة للعمر الافتراضي للمشروع.

٢- أنه وداخل نطاق فترة الاسترداد المحسوبة لا تأخـ.ـذ هذه الطريقة في الاعتبار الاخـ.ـتلاف فـ.ـي ترتيـ.ـب التدفقات النقدية الداخلة، فإذا رجعنـ.ـا إلـ.ـى جـ.ـدول التدفقات النقدية للبديل الأول نجد أنها في الـ.ـسنوات الثلاثة الأولى ٥٠، ٦٠، ١٢٠، فإذا ما كان ترتيـ.ـب هذه التدفقات مختلف بحيث يكـ.ـون ١٢٠، ٥٠، ٦٠ فإن هذا الاختلاف لا يـ.ـدخل فـ.ـي دائـ.ـرة اهتمـ.ـام مستخدمي هذه الطريقة على الرغم من وضـ.ـوح أن الحالة الثانية أفضل من الحالة الأولى نظرا لضخامة حجم التدفق في السنة الأولى وضآلته في الـ.ـسنوات

إلى الفهرس

التالية، الأمر الذي يعكس أفضلية واضحة من حيث كل من السيولة والربحية ودرجة المخاطر.

٣- أن التدفقات النقدية الداخلة والمساوية لحجم الإنف.اق الاستثماري المطلوب لا يعكس موقفاً حقيقيا حي.ث إن الإنفاق الاستثماري المطلوب يتم الآن، في حين أن التدفقات النقدية الداخلة والتي سمحت بتغطيت.ه سوف تحدث في المستقبل، الأمر ال.ذي يعن.ي أن التدفقات النقدية الداخلة من حيث قيمتها الحالية أق.ل من قيمة الإنفاق الاستثماري المطلوب وبصفة عامة فإن أحد أهم العيوب المرتبطة باستخدام هذه الطريقة ينحصر في عدم استخدامها لمفهوم القيمة الحالية.

التقييم باستخدام معايير القيمة الحالية The present Value Criteria:

تعتمد هذه المعايير على استخدام مفهوم القيم.ة الحالي.ة والذي يعني باختصار أن الوحدة النقدية المتوق.ع الح.صول عليها أو إنفاقها مستقبلاً تقل الآن عن قيمتها الحسابية بمعنى أن جنيه اليوم أفضل من جنيه بعد سنة حيث يمكن تفسير هذا المفهوم والوصول إلى نفس النتيجة من خلال وجهتي نظ.ر

القوة الشرائية للوحدة النقدية وفرصة الاستثمار، حيـث إنـه بفعل عوامل التضخم وارتفاع الأسعار، فإن القوة الـشرائية للوحدة النقدية سوف تنخفض بمرور الوقت، هذا بالإضـافة إلى أن الوحدة النقدية التي تتاح الآن سوف تزيد من قيمتهـا مستقبلاً بفعل عائد الاستثمار المتاح وفـي الواقـع أن هـذا المفهوم هو العنصر الأساسي في عدم قبول الفكر المعاصـر للربح المحاسبي كهدف محوري للمنشأة الخاصة، وفي هـذه المحال يهمنا تعميق المفاهيم التالية:

أن مفهوم القيمة الحالية داخل نطاق ما سـبق توضـيحه يرتبط في استخدامه فقط بتلك المبالغ النقدية المتوقع تحصيلها أو إنفاقها مستقبلاً، ويخرج عن نطاق استخدامه تلك المبـالغ المحصلة أو المنفقة في الوقت الحالي الأمر الذي يعنـي أن حساب القيمة الحالية سوف يرتبط بكل من تيـار التـدفقات النقدية المتوقع توليدها مستقيلاً من الاستثمار بالإضافي إلـى القيمة المستردة للاستثمار محل التقيـيم فـي نهايـة المـدة المستقبلية للاحتفاظ المستثمر به.

- أن القيمة الحالية لأي مبلغ متوقـع مـستقبلاً لا بـد وبالضرورة أن تقل في قيمتها عن قيمة المبلغ نفـسه

ومن هنا كان اصطلاح القيمة الحالية مرادفًا تمامـا

لاصطلاح القيمة المخصومة Discounted value

ولتأكيد المفاهيم المذكورة عمليا نفترض أنه إذا كان من المتوقع حصولك على مبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه بعـد سنة من الآن فكيف يمكنك تحديد قيمتـه الحاليـة أو المخصومة؟ حيث إنه من المؤكد أن هذه القيمة لا بد وأن تكون أقل من ٥٠,٠٠٠ جنيه ولكن كيف يمكنك تحديدها بشكل قاطع؟

والواقع أن المشكلة الأساسية هنا وتبينًا لمفهوم الفرصـة البديلة للاستثمار تنحصر في تحديدك لمعدل الفائـدة المتـاح للاستثمار الآن (أو معدل العائد الـذي تقبلـه أنـت علـى استثماراتك).

وليكن على سبيل المثال ٢٠ % الأمر الذي يجعلك تقرر وبكثير من البساطة أن القيمة الحالية لمبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيـه يتوقع تحصيله بعد سنة من الآن سـتتمثل فـي مبلـغ يقـل بالضرورة عن ٥٠,٠٠٠ جنيه، يمكن استثماره بمعدل عائـد ٢٠ % لتصل قيمته بعد الاستثمار وفي نهاية السنة إلى مبلغ

٥٠,٠٠٠ جنيه والذي يمكن التوصل إليها وبالتحديد باستخدام المعادلة الفرعية الآتية:

القيمة الحالية (المخصومة) لأي مبلغ = قيمة المبلغ نفسه × معامل القيمة الحالية ١/ ١

ومن الواضـ ـح أن المـ ـشكلة الأساسـ ـية أصـ ـبحت الآن محصورة في معامل القيمـ ـة الحاليـ ـة Present – Value Factor والذي يمكن التوصل إلى قيمته بالمعادلة الفرعيـ ـة التالية.

$$\text{معامل القيمة الحالية} = \frac{١}{(١ + \text{معدل الفائدة})^{ن}} \qquad ١/ ١/ ١$$

حيث تمثل (ن) عدد السنوات اللازمة لاسـ ـتقبال المبلـ ـغ المتوقع والتي تتمثل في حالتنا هذه في سنة واحـ ـدة، الأمـ ـر الذي يمكننا من تحديد معامل القيمة الحالية كالآتي:

معامل القيمة المالية لجنيه واحد يتم تحصيله في نهاية سنة من الآن بمعدل خصم ٢ % =

$$\frac{١}{(١,٢٠)^{١}} = \text{٠,٨٣٣ جنيه}$$

وتعني هذه القيمة أنه في ظل معدل فائدة ٢٠ % يـ ـستوي الأمر بين ٨٣ قرشاً وثلاثة ملاليم اليوم وبين جنيه بعد سنة،

وبمعنى آخر أن استثمار مبلغ ٨٣,٣ قرش اليوم بمعدل فائدة ٢٠ % سوف يجعله في نهاية السنة جنيها كاملاً.

ويمكنك الآن استخدام المعادلة الفرعية رقم (١/ ١) كما يلي:

القيمة الحالية (المخصومة) لمبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه تقبض بعد سنة وبمعدل خصم ٢٠ %.

= ٥٠,٠٠٠ جنيه × ٠,٨٣٣ = ٤١,٦٥٠ جنيه.

وبناء على هذه النتيجة التي توصلنا إليها نجد أن المستثمر الواعي والذي يعرف جيدا أن معدل الفائدة السائد في السوق الآن ٢٠ % سيستوي لديه الأمر تماما إذا حصل الآن على مبلغ ٤١,٦٥٠ جنيه وبين حصوله بعد سنة على مبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه كاملة.

وفي اتجاه المزيد من العمق الفكري نجد أن حساباتنا السابقة سوف تختلف تماما إذا كان توقعنا سينحصر في وعد بالحصول على مبلغ الـ ٥٠,٠٠٠ جنيه بعد (في نهاية) خمس سنوات من الآن مع عدم تغيير معدل الفائدة السائد في السوق (٢٠ %) حيث ينحصر التغيير في معامل القيمة الحالية:

$$= \frac{١}{(١,٢٠)^{٥}} = ٠,٤٠٢$$

أي أن القيمة الحالية (المخصومة) لمبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيـه تقبض بعد ٥ سنوات بمعدل خصم ٢٠ % = ٥٠,٠٠٠ جنيه × ٠,٤٠٢ = ٢٠١٠٠ جنيه.

ولقد تأكدنا الآن من أن تثبيت المبلغ المتوقع ومعدل الفائدة السائد في السوق مع تحريك الفترة الزمنية للاستثمار مـن سنة واحدة إلى خمس سنوات قد نتج عنه انخفـاض القيمـة الحالية من ٤١,٦٥٠ جنيه إلى ٢٠,١٠٠ جنيه والتي تمثـل نتيجة منطقية لفكرة ونظرية نشاط الاستثمار والمتمثلـة فـي كون عائده المتوقع ثمناً للتضحية والحرمان والانتظار والتي تزيد في درجاتها في حالة السنوات الخمس مقارنـة بالسـنة الواحدة، وهو الأمر الذي يعني بالضرورة أن هناك قاعـدة عامة تقضي بانخفاض القيمة الحالية للنقـود بطـول الفتـرة الزمنية لاستثمارها وذلك في ظل سعر فائـدة معـين هـذا بالإضافة إلى الوجه الآخر للقاعدة المذكورة والذي يقـضي بانخفاض القيمة الحالية للنقود مع زيادة سعر الفائدة أو معدل الخصم المستخدم وذلك في ظل فترة زمنية ثابتة لاستثمارها

ولتوضيح هذه القاعدة نفترض أن مبلغ الـ ٥٠٠٠٠ جنيه يتوقع الحصول عليه بعد سنة واحدة من الآن في ظل معدل فائدة أعلى وليكن ٣٠ % فسنجد ما يلي:

القيمة الحالية (المخصومة) لمبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه تقبض بعد سنة وبمعدل خصم ٣٠ %.

$$= ٥٠,٠٠٠ \times \frac{١}{(١,٣٠)^{١}} = ٥٠,٠٠٠ \times ٠,٧٦٩ = ٣٨,٤٥٠$$

جنيها

وقد تأكد الآن أن تثبيت قيمة المبلغ المتوقع والفترة الزمنية للاستثمار عند ٥٠,٠٠٠ جنيه وسنة واحدة على التوالي، مع تحريك معدل الفائدة من ٢٠ % إلى ٣٠ % قد أدى إلى انخفاض القيمة الحالية من ٤١,٦٥٠ جنيها إلى ٣٨,٤٥٠ جنيها وأن مقدار الانخفاض وقدره ٣,٢٠٠ جنيه يعكس قدرا أكبر من الذكاء الاستثماري والمتمثل في معدل عائد إضافي قدره ١٠ % (الفرق بين معدلي خصم ٣٠ %، ٢٠ %) أي أنه باستخدام معدل ذكاء استثماري قدره ٢٠ %، يمكن قبول استثمار مبلغ قدره ٤١,٦٥٠ جنيها للحصول على مبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه بعد سنة واحدة، في حين أنه وباستخدام معدل ذكاء استثماري قدره ٣٠ % يمكن استثمار مبلغ أقل

قدره ٣٨,٤٥٠ جنيها للحصول علـى نفـس المبلـغ وهـو ٥٠,٠٠٠ جنيه بعد سنة واحدة أيضا.

ومن الجدير بالذكر والتأكيد أن الفرق بين الحالتين يتمثل في اختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكـلا الاسـتثمارين والتي تزيد في الحالة الثانية عليها في الحالـة الأولـى وأن مجال الإغراء لاقتحام استثمار أكثر خطرا هو تحقيق معـدل عائد إضافي قدره ١٠ % وهو ما يطلق عليـه فـي مجـال التمويل بدل المخـاطرة Risk premium وفـي المجـال التوضيحي لحساب القيمة الحالية رأينا أن نضيف إلـى مـا سبق الطريقة التي يمكن استخدامها لتحديـد معامـل القيمـة الحالية في حالة وجود تيار متساو القيمـة مـن العوائـد أو التدفقات النقدية طوال الفترة الزمنيـة المتوقعـة للاسـتثمار وهي:

معامل القيمة الحالية لتيار متساو من التدفقات =

$$\frac{\text{١ .}\ \dfrac{\text{١}}{(\text{١ = معدل الفائدة})^{\text{ن}}}}{\text{معدل الفائدة}}$$

١٠٠,٠٠٠/ ١/ ٢

حيث تمثل (ن) عدد السنوات التي يتكرر خلالها التدفق أو المبلغ المتوقع والتي نفترض أنها خمس سنوات (لمدة ٥ سنوات) الأمر الذي يمكننا من تحديد معامل القيمة الحالية كالآتي:

معامل القيمة الحالية لتدفق سنوي قدره جنيه واحد لمدة خمس سنوات بمعدل

$$\text{خصم ٢٠ \%} = \frac{\frac{١}{(١,٢٠)^{٥}}}{٠,٢٠} \quad ٢,٩٩٠ \text{ جنيها}$$

حيث تعني هذه القيمة أنه وفي ظل معدل فائدة ٢٠ % يستوي الأمر بين ٢,٩٩٠ جنيها اليوم وتدفق سنوي قدره جنيه واحد لمدة ٥ سنوات قادمة بحيث يتحقق أولها في نهاية سنة من الآن ويتحقق آخرها في نهاية السنة الخامسة من الآن.

وإذا افترضنا أن التدفق النقدي المتوقع هو ٥٠,٠٠٠ جنيه لمدة ٥ سنوات ومعدل الفائدة ٢٠ % فيمكننا استخدام المعادلة الفرعية رقم (١/ ١) كما يلي:

القيمة الحالية لتدفق سنوي قدره ٥٠,٠٠٠ جنيه لمـ.ـدة ٥ سـ.ـنوات بمعـ.ـدل خـ.ـصم ٢٠ % = ٥٠,٠٠٠ × ٢,٩٩٠ = ١٤٩,٥٠٠ جنيها.

وتعني هذه النتيجة أن المستثمر الواعي والـ.ـذي يعـ.ـرف جيدا أن معدل الفائدة السائد في الـ.ـسوق ٢٠ % ويرتـ.ـضيه شخصيا سيستوي لديه الأمر تماما بين مـ.ـا إذا حـ.ـصل الآن على مبلغ ١٤٩,٥٠٠ جنيه وبين ما إذا حصل علـ.ـى تـ.ـدفق نقدي سنوي قدره ٥٠,٠٠٠ جنيه لمدة خمس سنوات قادمـ.ـة والذي يبلغ مجموعها الحسابي في قيمتـ.ـه المطلقـ.ـة.. ٢٥٠ جنيها (٥٠,٠٠٠ × ٥ دفعات).

وفي هذا المجال وتطبيقاً على المثال التطبيقـ.ـي المـ.ـذكور أخيرا يهمنا التأكيد على الحقائق الثلاثة الآتية:

الحقيقة الأولى: إذا كان المبلـ.ـغ المطلـ.ـوب اسـ.ـتثماره الآن (إنفاقه) للحصول على تيار التدفقات النقدية الـ.ـواردة هو ١٤٩,٥٠٠ جنيه فسيكون هذا الاستثمار مجـ.ـديا للمستثمر حيث سيحقق من خلاله معدل عائد سـ.ـنوي مركب قدره ٢٠ % تماما.

الحقيقة الثانية: إذا كـان مبلـغ المطلـوب اسـتثماره الآن للحصول على تيار التدفقات النقدية الواردة أكبر من ١٤٩,٥٠٠ فيجب على المستثمر أن يرفض الفكـرة الاستثمارية المقترحة وذلك من خلال حرصه علـى إنفاق مبلغ ١٤٩,٥٠٠ جنيه كقيمـة قـصوى ثمنـًا لحصوله على تدفق نقدي قدره ٥٠,٠٠٠ جنيه لمـدة ٥ سنوات قادمة ما دام حريصا على استثمار أمواله بمعدل عائد لا يقل عن ٢٠ % سنويا.

الحقيقة الثالثة: إذا كان المبلـغ المطلـوب اسـتثماره الآن للحصول على تيار التدفقات النقدية الواردة أقل مـن ١٤٩,٥٠٠ جنيه وليكن ١٣٠,٠٠٠ جنيه مثلاً فيجب على المـستثمر أن يتمـسك بـالفكرة الاسـتثمارية المقترحة حيث إنه سيكون في مواجهة استثمار يولد معدل عائد سنوي مركب قدره ٢٠ % (وهو المعدل الذي يطلبه كحد أدنى على استثماراته) بالإضافة إلى تحقيقه لثروة إضافية قدرها ١٩,٥٠٠ جنيـه والتـي تمثل مقدار الانخفاض في قيمة الإنفاق الاسـتثماري المطلوب عن تلك القيمة التي يساويها هذا الاستثمار

المقترح وهو الأمر الذي يعني، وفي التحليل النهائي، أن تقويم المستثمر لهذا الاستثمار وفي ظل الفروض المذكورة قد تمثل في ما قيمته ١٤٩,٥٠٠ جنيه.

ونعتقد أننا قد أسهبنا في توضيحنا لمفهوم القيمة الحالية أو الزمنية للنقود والتي تمثل محور تقويم الاستثمار.

وإلى هذا الحد يتأكد أن مشكلة استخدام معـ.ـايير القيمـ.ـة الحالية تتحصر في معدل الخصم الواجب استخدامه والـ.ـذي يعكس الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجـ.ـب تحقيقه من خلال المشروع موضع التقييم لكي يصبح مجـ.ـديا من الجانب الاقتصادي. وهنا يجب أن يستخدم معدل خـ.ـصم مساوٍ لتكلفة التمويل (تكلفة مرجحة للخليط التمويلي الذي تم بموجبه تدبير المبلغ الإجمالي المراد استثماره) والذي يمثـ.ـل معدل خصم خالٍ من المخاطر ومن أثر التضخم. وعلى ذلك فإن:

معدل الخصم الواجب استخدامه = تكلفة التمويل المرجحة + بدل المخاطرة + معدل التضخم

إن المخاطر المرتبطة بالاسـ.ـتثمارات والتـ.ـي تـ.ـستوجب إضافة بدل مخاطرة إلى معدل الخصم العادي هي في الواقع مخاطرة أعمال والتي ترتبط بدرجة الاختلافات المتوقعة في قيم التدفقات النقدية الداخلة والتي تعكـ.ـس مـ.ـدى اسـ.ـتقرار

المبيعات التي تتحقق في ظل حالة مستقرة من حالات النشاط الاقتصادي، وبهذه الجزئية يتأكد أن معايير القيمـة الحاليـة هدف تعظيم الربح كهدف محوري للقـرارات الماليـة فـي المنشآت الخاصة، ومن المنطقي أنه بزيادة درجة المخـاطر المتوقعة يزيد معدل العائد المطلوب على الاستثمار بمقـدار نسبة مئوية تسمى "بدل المخاطرة".

إن معياري القيمة الحالية والمتمثلين في معيـار صـافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي علـى الاسـتثمار يعكسان بشكل مباشر الهدف المـالي المحـوري للقـرارات المالية في المنشأة الخاصة، الأمر الذي سوف نؤكد عليه من خلال تطبيق كل منهما في مجال التفضيل بين البديلين السابق ذكرهما وذلك على الوجه الآتي:

التفضيل بين البديلين باستخدام معيار صافي القيمة الحالية:

تعتمد هذه الطريقة على استقرار النتائج المستخلصة مـن تطبيق المعادلة الآتية:

صافي القيمة الحالية = (القيمـة الحاليـة للتـدفقات النقديـة الداخلة) . (القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة).

إلى الفهرس

حيث إن صافي القيمة الحالية الناتجة لا يخرج عن أحـد ثلاثة احتمالات تتحصر في كونها، إما موجبة القيمة أو سالبة القيمة أو مساوية للصفر.

الاحتمال الأول: أن يكون صافي القيمة الحالية موجب القيمة باستخدام خصم س %، وهنا وتبعـا لمبـدأ إعادة الاستثمار، فتعنـي هـذه النتيجـة أن المشروع موضع التقييم سوف يكون قـادرا على تحقيق معدل عائد على الاستثمار أكبر من معدل الخصم المستخدم، وبمعنى آخـر فإن المشروع المقترح سوف يكـون قـادرا على إعادة الأموال المطلوب إنفاقهـا مـن خلال التدفقات النقدية الداخلـة بعـد إعـادة استثمارها بمعدل فائدة سنوية مركبة قـدرها "س %" زائدا ثروة إضافية تتمثل في تلـك القيمة الموجبة لصافي القيمة الحالية.

الاحتمال الثاني: أن يكون صافي القيمة الحالية سالب القيمـة باستخدام معدل خصم س %، وهنـا أيـضا وتبعا لمبدأ إعادة الاسـتثمار فتعنـي هـذه

النتيجة أن المشروع موضع التقييم لن يتمكن من تحقيق معدل عائد على الاستثمار س % وإنما سيتحقق بالضرورة معدل عائد علـى الاستثمار أقل من س % وأن قبوله سـيعني تآكل ثروة المساهمين الحالية بمقدار صـافي القيمة الحالية السالبة.

الاحتمال الثالث: أن يكون صافي القيمة الحالية مساوٍ للصفر باستخدام معدل خصم س %، وهـذا وتبعـا لمبدأ إعادة الاستثمار فتعني هذه النتيجـة أن المشروع موضع التقييم سوف يكون قـادرا على تحقيق معدل عائد على الاستثمار مساوٍ تماما لمعدل الخصم المستخدم بدون إحـداث ثروة إضافية للملاك، وبمعنى أكثر تحديـدا فإن معدل الخصم المـستخدم وهـو س % سوف يعكس القدرة الكاملة للمشروع علـى تحقيق معدل عائد على الاسـتثمار، الأمـر الذي يؤكد أن معدل الخصم المستخدم وهـو س % عند تحقق هذا الاحتمال الأخير سوف

إلى الفهرس

يطلق عليه معـدل العائـد الـداخلي علـى الاستثمار الذي سوف نعرض له تفصيلاً عند تقييمنا للبديلين المطروحين باسـتخدام هـذه الطريقة المذكورة أخيرا.

وفيما يلي سوف نقوم بالتفضيل بين البـديلين باسـتخدام معيار صافي القيمة الحالية وذلك على الوجه الآتي:

معدل الخصم الواجب استخدامه لتقيـيم البـديل الأول = تكلفة التمويل + بدل المخاطرة + معدل التضخم = ١٠ % + ٥ % = ٣ % = ١٨ %.

معدل الخصم الواجب استخدامه لتقييم البديل الثاني = ١٠ % + ٢ % + ٣ % = ١٥ %.

بالنسبة للبديل الأول:

يتم التقييم على أساس معدل خصم ١٨ % كحد أدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه لقبول هذا البديل. وحيث إن البديل الأول هذا يتميز بتدفقات نقدية داخلة غيـر متساوية، فسوف نعتمد على الجدول الأول فـي اسـتخراج معاملات القيمة الحالية لجنيه واحد مستحق في نهاية كل سنة من السنوات الثمانية بمعدل خصم ١٨ %، وهـي: ٠,٨٤٧،

٠,٧١٨، ٠,٦٠٩، ٠,٥١٦، ٠,٤٣٧، ٠,٣٧٠، ٠,٣١٤، ٠,٢٦٦.

∴ صافي القيمة الحالية = (ق ح للتدفقات النقدية الداخلة) . (ق ح للتدفقات النقدية الخارجة) = (٥٠,٠٠٠ × ٠،٨٤٧ + ٦٠,٠٠٠ × ٠,٧١٨ + ١٢٠,٠٠٠ × ٠,٦٠٩ +

١٥٠,٠٠٠ × ٠,٥١٦ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٤٣٧ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٣٨٠ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٣١٤ + ٤٠٠٠٠ × ٠,٢٦٦) (٢٥٠,٠٠٠ × ١) = ٢٩١,٣٩٠ . ٢٥٠,٠٠٠ = + ٤١,٣٩٠.

ومعنى هذه النتيجة كما سبق أن ذكرنا أن هذا البديل الاستثمار سوف يحقق معدل عائد على الاستثمار أعلى من ١٨ % وهو معدل الخصم المستخدم، وبمعنى آخر أن هذا المشروع سوف يعيد الأموال المنفقة بعد إعادة استثمارها بمعدل فائدة مركبة ١٨ % سنويا بالإضافة إلى تحقيق ثروة إضافية للملاك تقدر بمبلغ ٤١,٣٩٠ جنيها.

وبمعنى أكثر تحديدا فإنه في ظل معدل عائد مطلوب على الاستثمار ١٨ % فإنه للحصول على صافي التدفقات النقدية

الموضحة على مدار السنوات الثمانية القادمة فيستلزم الأمر إنفاق مبلغ ٢٩١,٣٩٠ جنيها في الوقت الذي تقلص فيه المبلغ المطلوب إلى ٢٥٠,٠٠٠ جنيه فقط وبذلك يحقق المشروع المقترح للمستثمرين وفرا في الإنفاق قدره ٤١,٣٩٠ جنيها والذي يمثل ثروة إضافية بالنسبة لهم تطبيقاً لمفهوم الفرصة البديلة والذي يعني أن الوفر في الإنفاق يعتبر بمثابة ربح محقق.

بالنسبة للبديل الثاني:

يتم التقييم على أساس معدل خصم ١٥ % كحد أدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه لقبول هذا البديل.

وحيث إن التدفقات النقدية الداخلة من هذا البديل متساوية بمعنى أنها ٧٠,٠٠٠ جنيه لمدة ٨ سنوات فسوف نعتمد على الجدول الثاني لاستخراج معامل قيمة حالية واحدة في شكل مجمع لثماني معاملات من الجدول الأول تحت معدل خصم ١٥ % وذلك لأغراض تبسيط المعمليات الحسابية. حيث إن المعامل المذكور هو ٥,٠١٩ والذي يعني أن استثمار مبلغ خمسة جنيهات وتسعة عشر مليما الآن (بمعدل فائدة مركبة ١٥ %) يولد تدفقاً نقديا قدره جنيه واحد لمدة ٨ سنوات.

... صافي القيمة الحالية = (ق ح للتدفقات النقدية الداخلة)

. (ق ح للتدفقات النقدية الخارجة) = (٧٠,٠٠٠ × ٥,٠١٩)

. (٢٥٠,٠٠٠ × ١)

= ٣٥١,٣٣٠ . ٢٥٠,٠٠٠ = + ١٠١,٣٣٠.

ومعنى هذه النتيجة أن هذا البديل الاستثماري سوف يحقق معدل عائد على الاستثمار أعلى كثيرا من ١٥ %، وبمعنـى آخر أن هذا المشروع سوف يعيد الأموال المنفقة بعد إعـادة استثمارها بمعدل فائدة مركبة ١٥ % سنويا بالإضـافة إلـى تحقيق ثروة إضافية للملاك تقدر بمبلـغ ١٠١,٣٣٠ جنيهـا، وبمعنى أكثر تحديدا فإنه وفي ظل معدل عائد مطلوب علـى الاستثمار ١٥ % فإنه للحصول على تدفق نقدي سنوي قدره ٧٠٠٠ جنيه لمدة ٨ سنوات يتحتم إنفـاق مبلـغ ٣٥١,٣٣٠ جنيها في الوقت الذي يتقلص فيـه المبلـغ المطلـوب إلـى ٢٥٠,٠٠٠ جنيه فقط وبـذلك يحقـق المـشروع المقتـرح للمستثمرين وفرا في الإنفاق قدره ١٠١,٣٣٠ جنيها والـذي يمثل ثروة إضافية بالنسبة لهم.

القرار:

بالمقارنة بين القيمة الموجبـة لـصافي القيمـة الحاليـة والناتجة من البديلين ننصح بتفضيل البديل الثاني لأنه سوف يساهم في تعظيم ثروة الملاك الإضافية بقدر أكبر من البديل الأول..

ومن الجدير بالذكر أنه لتأكيد هذه المفاهيم العلمية المعقدة فيلزم توضيح ما يلي:

بالنسبة للبديل الأول: فبناء على اقتناء هدف تعظيم الربح النقدي فإن رقم الربح المتوقع من هذا البديل والـذي يمكـن التوصل إليه من خلال استبعاد قيمـة الإنفـاق الاسـتثماري المطلوب من المجموع الحسابي لـصافي التـدفقات النقديـة الداخلة نصل إلى: صافي الربح النقدي = المجموع الحسابي لصافي التدفقات النقدية الداخلة ـ التدفقات النقدية الخارجة.

= ٥٤٠,٠٠٠ ـ ٢٥٠,٠٠٠ = ٢٩٠,٠٠٠ جنيه.

ويلاحظ أن هذا الرقم قد تقلص بعد اقتناء الهدف المتفـق عليه إلى ٤١,٣٩٠ جنيها فقط، ومـن الواضـح أن هنـاك انخفاضا جوهريا بين نتيجتي التقييم، الأمر الذي يعكس مدى

جوهرية الانتقادات الموجهة إلى هدف تعظيم الربح. وهكـذا بالنسبة للبديل الثاني.

استخدام معيار معدل العائد الداخلي علـى الاسـتثمار فـي التفضيل بين البديلين: Internal rate of return:

يدخل هذا الأسلوب تحت إطار معايير القيمة الحالية الأمر الذي يجعلنا نؤكد على أنه لن يتعارض في نتائج اسـتخدامه في التفضيل بين المشروعات مع نتـائج اسـتخدام طريقـة صافي القيمة الحالية السابق توضيحها ولكنـه يختلـف مـع طريقة صافي القيمة الحالية في الأسـلوب الفنـي المتعلـق بالاستخدام، بالإضافة إلى اختلافهما فيما يتعلق بشكل النتائج المتعلقة بثروة الملاك الإضافية والتي تظهـر مـن خـلال استخدام طريقة صافي القيمة الحالية في صورة جنيهات، في حين أنها ستظهر في صورة نسبة مئوية عند استخدام طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار ولأغـراض التوضـيح وقبل أن نطبق هذا الأسلوب فـي التفـضيل بـين البـديلين السابق، ذكرهما نورد المثال المبسط الآتي:

عرض على أحد الأشخاص مشروع للاستثمار يحقق لـه تدفقاً سنويا صافيا قدره ٢٠,٠٠٠ جنيه لمدة خمس سـنوات

على أن يدفع الآن مبلغًا قدره ٦٠,٠٠٠ جنيه، فإذا علمت أنه يرتضي عائدا على الاستثمار لا يقل عن ١٥ % وقد طلب منك مساعدته في اتخاذ القرار بالموافقة أو الرفض.

ويمكن مبدئيا اتخاذ القرار اعتمادا على أسلوب صافي القيمة الحالية السابق توضيحه وذلك على الوجه الآتي:

استخدام معدل خصم ١٥ % مساوٍ لتكلفة التمويل كحد أدنى من معدل العائد المطلوب كسبه من هذا المشروع.

ورجوعا إلى الجدول الثاني لمعاملات القيمة الحالية وبالنظر تحت معدل خصم ١٥ % وأمام السنة الخامسة نحصل على معامل قيمة حالية قدره ٣,٣٥٢ وعلى ذلك فإن:

صافي القيمة الحالية = (ق ح للتدفقات النقدية الداخلة) . (ق ح للتدفقات النقدية الخارجة) = ٢٠,٠٠٠ × ٣,٣٥٢ . ٦٠,٠٠٠ × ١ = ٧٠٤٠ جنيها.

وتعني هذه النتيجة قبول الشخص لهذا المشروع المقترح، حيث إنه سيحقق من خلاله ثروة إضافية قدرها ٧٠٤٠ جنيها، الأمر الذي يعني أن هذا المشروع به معدل عائد داخلي على الاستثمار أعلى من ١٥ %. والمجال هنا مهيأ لتحديد كيفية التوصل إلى هذا المعدل المجهول.

والواقع أن هذا المعدل سوف ينحصر في معـدل خـصم معين عند استخدامه سيجعل القيمة الحالية للتـدفقات النقديـة الداخلة مساوية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

وتطبيقاً على الأرقام الموضحة فإن معدل العائد الـداخلي على الاستثمار هو سعر الفائدة أو معدل الخصم الذي يجعـل القيمة الحالية لتدفق نقدي قدره ٢٠٠٠٠ جنيه لمدة ٥ سنوات مساوية تماما لمبلغ ٦٠٠٠ جنيه وبالتالي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر، وحيث إن التدفقات النقديـة الداخلة من هذا المشروع متساوية (لمدة فيمكننـا اسـتخراج وتحديد معدل العائد الداخلي على الاستثمار باستخدام المعادلة الآتية:

ق ح لتدفق نقدي قدره ٢٠,٠٠٠ جنيه لمدة ٥ سـنوات = التدفق × معامل ق ح من الجدول الثاني:

وحيث إننا نرغب في التوصل قيمة حالية قدرها ٦٠,٠٠٠ جنيه فيمكننا استخدام المعادلة المذكورة على الوجه الآتي:

٦٠,٠٠٠ جنيه = ٢٠,٠٠٠ جنيه × س

$$\therefore \text{س (معامل ق ح)} = \frac{٦٠,٠٠٠}{٢٠,٠٠٠} = ٣$$

وبالبحث في الجدول الثاني أمام السنة الخامـ.ـسة وبـ.ـشكل أفقي عن معامل قيمة حالية ٣ نجده تحت معدل خـ.ـصم ٢٠ %.

وعلى هذا الأساس فإن معدل الخصم الذي يجعل صـ.ـافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر هـ.ـو ٢٠ %، الأمـ.ـر الذي يعني أن القدرة الكاملة للمشروع المقترح تتمثـ.ـل فـ.ـي معدل عائد على الاستثمار قدره ٢٠ %.

وحيث إن الحد الأدنى المطلـ.ـوب ١٥ % فننـ.ـصح هـ.ـذا الشخص بقبول المشروع. لأنه سيحقق منه ثـ.ـروة إضـ.ـافية قدرها ٥ % (٢٠ % . ١٥ %) والتي تقدر بمبلـ.ـغ ٧٠٤٠ جنيها والناتجة من استخدام أسلوب صافي القيمـ.ـة الحاليـ.ـة. وإلى هنا يلزم التأكيد على ما يلي:

١- أن تقييم المشروع الواحد بأسلوبي صـ.ـافي القيمـ.ـة الحالية ومعدل العائد الداخلي علـ.ـى الاسـ.ـتثمار، لا يترتب عليه قرارات متعارضة، حيث يـ.ـتم قبـ.ـول المشروع باستخدام الأسلوبين ويتم رفضه باستخدام الأسلوبين أيضا.

٢- أن أسلوبي صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي على الاستثمار يتفقان في استخدام مفهوم القيمة الحالية (مفهوم الخصم) ولكنهما يختلفان في الأسلوب الفني وكذلك في شكل النتائج.

٣- أنه لا يمكن استخدام معايير القيمة الحالية في غياب معدل الخصم الذي يعكس الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب على الاستثمار، والذي يتم استخدامه عمليا في بداية استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية، في الوقت الذي يتم فيه استخدامه في نهاية مراحل استخدام أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار.

٤- أن معياري القيمة الحالية أفضل من معيار فترة الاسترداد في الحصول على نتائج أكثر واقعية وقبولاً عند تقييم البدائل الاستثمارية، بالإضافة إلى أنه يفضل استخدام أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار في التفضيل بين البدائل الاستثمارية المتساوية في القيمة (الإنفاق الاستثماري) حيث إن استخدامها في حالة التفضيل بين بدائل تختلف فيما

بينها بالنسبة لتكلفة الاستثمار المبدئية سوف يعطـي نتائج مضللة.

٥- أنك عندما تواجه الشخص الذي طلب منك المساعدة في تقييم المشروع المعروض عليه وعند استخدامك لأسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار، فستجد منه حالة من عدم الاقتناع بأن المشروع سيحقق لـه ثروة إضافية بمعدل ٥ %، على اعتبار أن معـدل الخصم ٢٠ % قد جعـل صـافي القيمـة الحاليـة للمشروع مساوية للصفر، الأمر الذي يعنـي مـن وجهة نظره المحدودة أن هذا المشروع لن يحقق له ربحا أو خسارة، أو بمعنى أكثر تحديدا لن يغير من ثروته الحالية سواء بالإضافة أو الاستنزال، وهنـا يجب أن تكون جاهزا لإقناعه فكيف يتم ذلك؟

نعتقد أن ذلك لن يتم إلا من خلال التوضيحات الآتية:

٥/ ١ إذا صادفت أحد الأشخاص الذين لا يؤمنون بالأديـان السماوية، فوجدته على غير اقتناع بمعقولية بعثة بعـد الموت لكي يتم حسابه، وهنا تبين له أن الله سـبحانه وتعالى قد خلقه من لا شيء وهو الوحيد القادر علـى

إعادته من لا شيء مرة أخرى (ولله المثـل الأعلـى)

وهكذا، فإن معدل خصم ٢٠ % هو الذي حول القيمة المستقبلية لتدفق نقدي قدره ٢٠,٠٠٠ جنيـه لمـدة ٥ سنوات إلى قيمة حالية الآن قـدرها ٦٠,٠٠٠ جنيـه، وبالتالي فهو المعدل الوحيد الذي يتمكن مـن تحويـل مبلغ قدره ٦٠,٠٠٠ جنيه إلى تدفق نقدي داخل قـدره ٢٠,٠٠٠ جنيه لمدة ٥ سنوات قادمة، وهو الأمر الذي نبحث عنه والذي يتمثل في تساؤل من جانب المستثمر عن إنفاق مبلغ ٦٠,٠٠٠ جنيه للحصول على دفعـات سنوية قدرها ٢٠,٠٠٠ جنيه لمدة ٥ سنوات، يعكـس معدل عائد على الاستثمار قدره كام %؟

٥/ ٢ أنك لا تستطيع معرفة وتحديد القدرة المالية القـصوى لأي شخص إلا من خلال القيام باستخراج كل ما فـي حوزته بحيث يصبح بعد هذا الإجراء مفلسا، وبالتالي تنحصر قدرته المالية القصوى في ما تم اسـتخراجه منه.

٥/ ٣ أنه في حالة استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية فـي تقييم المشروع وباستخدام معدل خصم ١٥ %. ونـتج

إلى الفهرس

عن ذلك صافي قيمة حالية مساوية للصفر، فإن الأمر كان سيعني أن هذا المشروع سـ.وف يعيـ.د الأمـ.وال المنفقة من خلال التدفقات النقدية الداخلة بعـ.د إعـ.ادة استثمارها بمعدل فائدة مركبة ١٥ % فقط وبدون أيـ.ة انعكاسات سلبية أو إيجابية علـ.ى ثـ.روة المـ.ستثمر، وبالتالي فإن القدرة الإيرادية الكاملة والقصوى الكامنة داخل هذا المشروع هي ١٥ % وعلى ذلك ففي حالـ.ة الرغبة في تحديد تلك القدرة الكاملة لأي مشروع، فمن المنطقي أن نبحث عن معدل الخـ.صم الـ.ذي يجعـ.ل صافي القيمة الحالية للمشروع موضع التقييم مـ.ساوية للصفر.

وبعد انتهاء هذه التوضيحات لمفهوم معدل العائد الداخلي على الاستثمار وكيفية استخراجه، نعرض فيما يلـ.ي لتقيـ.يم البديلين السابق تحديدهما باستخدام هذا الأسلوب.

بالنسبة للبديل الأول:

إن الجهد المطلوب هنا ينحصر في تحديد معدل الخـ.صم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلـ.ة مـ.ساوية

للقيمة الحالية للتدفقات الخارجة، وبالتالي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر.

ونظرا لأن التدفقات النقدية الداخلة المرتبطة بهذا البـ.ديل غير متساوية القيمة، فليس هناك بديل مـ.ن اتبـ.اع أسـ.لوب **المحاولة والخطأ** في تحديد معـ.دل العائـ.د الـ.داخلي علـ.ى الاستثمار.

وبناء على نتائج تقييم هذا البديل باستخدام أسلوب صافي ق ح، نجد أن استخدام معدل خصم ١٨ %، قد نتج عنه قيمة حالية للتدفقات النقدية الداخلة قيمتها ٢٩١,٣٩٠ جنيه وبالتالي يجب أن تبحث هنا عن معدل الخصم الذي يخفض هذه القيمة الحالية لتصل إلى ٢٥٠,٠٠٠ جنيه فقط.

وهنا ولإحداث هذا التخفيض فهل نلجأ إلى تخفيض قـ.يم التدفقات النقدية ذاتها أم نلجأ إلى تخفيض معـ.املات القيمـ.ة الحالية؟

ومن الواضح استحالة وعدم منطقية تخفيض قيم التدفقات النقدية الداخلة، ويصبح البديل المنطقي هو تخفيض معاملات القيمة الحالية.

وتبعا لما سبق توضيحه بإسـهاب فـإن تخفـيض قـيم معاملات القيمة الحالية يستلزم استخدام معدل خصم أعلى من ١٨ % ولكتن المحاولة الأولى متمثلة في اسـتخدام معـدل خصم ٢٢ % مثلاً: ق ح للتدفقات النقدية الداخلـة بمعـدل خصم ٢٢ % =

٦٠,٠٠٠ × ٠,٦٧٢ + ٢٠,٠٠٠ × ٠,٥٥١ + ١٥٠,٠٠٠ × ٠,٤٥١ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٣٧٠ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٣٠٣ + ٤,٠٠٠٠ × ٠,٢٤٩ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٢٠٤ = ٢٦٠,١٣٠ جنيها.

ومن الواضح أن هذه المحاولة غيـر ناجحـة حيـث إن استخدام معدل خصم ٢٢ % قد نتج عنه قيمة حالية أكبر من ٢٥٠,٠٠٠ جنيه. ولذلك سوف تكون المحاولة التاليـة نحـو استخدام معدل خصم أعلى وهو ٢٣ %.

ق ح للتدفقات النقدية الداخلة بمعـدل خـصم ٢٣ % = ٥٠,٠٠٠ × ٠,٨١٣ + ٦٠,٠٠٠ × ٠,٦٦١ + ١٢٠,٠٠٠ × ٠,٥٣٧ + ١٥٠,٠٠٠ × ٠,٤٣٧ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٣٥٥ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٢٨٩ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,٢٣٥ + ٤٠,٠٠٠ × ٠,١٩١ = ٢٥٠,١٠٠ جنيه.

ونظرا لأن القيمة الناتجة مساوية تقريبا للقيم.ة الحالي.ة للإنفاق الاستثماري المطلوب، إذاً معدل العائد الداخلي عل.ى الاستثمار للبديل الأول هو ٢٣ %. وبالتالي سوف يحقق هذا المشروع ثروة إضافية ق.درها ٥ % (٢٣ % . . ١٨ %) والتي تقدر بـ. ٤١,٣٩٠ جنيه من استخدام أسلوب ص.افي ق ح.

بالنسبة للبديل الثاني:

نظرا لأن التدفقات النقدية الداخلة من هذا البديل من ه.ذا البديل متساوية خلال السنوات الثمانية، ف.يمكن أن ن.ستخدم معادلة المجهول الواحد والتي سبق استخدامها وذل.ك عل.ى الوجه التالي:

ق ح لتدفق نقدي قدره ٧٠,٠٠٠ لمدة ٨ سنوات = التدفق السنوي × معامل ق ح = ٢٥٠,٠٠٠ = ٧٠,٠٠٠ × س

∴ (معامل ق ح) = $\frac{٢٥٠,٠٠٠}{٧٠,٠٠٠}$ = ٣,٥٧١

وبالبحث في الجدول الثاني أمام السنة الثامنة وبشكل أفقي عن هذا المعامل نجده تحت معدل خصم قدره ٢٣ % تقريبا.

إذا معدل العائد الداخلي على الاستثمار لهذا البديل هو ٢٣ %، وبالتالي سوف يحقق ثروة إضافية للمستثمرين قدرها ٨ % (٢٣ % . ١٥ %) والتي تقدر بمبلغ ١٠١,٣٣٠ جنيه.ا من خلال استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية.

القرار:

على الرغم من تساوي معـدل العائـد الـداخلي علـى الاستثمار في كلا البديلين إلا أننا ننصح بتفضيل البديل الثاني لأنه سيؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك بدرجة أكبر من البـديل الأول.

وهنا يتأكد أهمية إدخال عنصر المخـاطرة عنـد تقيـيم الاستثمارات، حيث إن البديل الأول والأكثر خطرا من البديل الثاني قد تم رفضه بفعل بدل المخاطرة الذي أضـيف إلـى تكلفة التمويل المتساوية فيما بين البـديلين بالإضـافة إلـى تساوي معدل التضخم الذي تم إضـافته، ليـصبح المتغيـر الوحيد والمؤثر في هذا المجال محصورا في بدل المخاطرة.

وتماشيا مع مبدأ حتمية التقييم الحدي للاستثمارات نـورد المثال الآتي:

تفكر إحدى المنشآت الخاصة، في إجراء توسعات في طاقتها الإنتاجية الحالية تتطلب اليوم مبلغ ٢٠٠,٠٠٠ جنيه، حيث تبلغ الإيرادات السنوية حاليا ١٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن التوسع المقترح سيؤدي إلى زيادة الإيرادات السنوية بمعدل ٥٠ %، ولمدة ١٠ سنوات قادمة، وأن المنشأة تطبق نظام القسط المتساوي في الإهلاك وأن معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٥٠ %، وأن معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمار الإضافي لا يقل عن ١٦ % (تكلفة التمويل + بدل المخاطرة + معدل التضخم).

والمطلوب بعد عمل الحسابات اللازمة إبداء الرأي؟

ومن الواضح هنا أنه يجب اتباع منهج التقييم الحدي وذلك بالتركيز على الإنفاق الرأسمالي الإضافي المطلوب وكذلك التركيز على العائد الإضافي المتوقع.

وحيث إن العائد الإضافي ليس في صورة تدفق نقدي صافي فيجب تحويله إلى هذه الصورة كالآتي:

قسط الإهلاك السنوي الإضافي = $\frac{\text{قيمة الإنفاق الرأسمالي المطلوب}}{\text{العمر الافتراضي للاستثمار الإضافي}}$ = ٢٠٠,٠٠٠ ÷ ١٠ = ٢٠,٠٠٠ سنويا

الإيرادات السنوية الإضافية قبل الإهلاك والضرائب	٥٠,٠٠٠ ج
. الإهلاك السنوي الإضافي	(٢٠,٠٠٠)
الإيرادات السنوية الإضافية قبل الضرائب	٣٠,٠٠٠

إلى الفهرس

. الضرائب ٥٠ % (للتبسيط الحسابي) (١٥,٠٠٠)

صافي الإيراد السنوي الإضافي بعد الإهلاك والضرائب ١٥,٠٠٠

إذاً صافي التدفق النقدي الـ.سنوي الإضـ.افي = ١٥,٠٠٠ + ٢٠٠٠ = ٣٥,٠٠٠ جنيه.

وبذلك تصبح المعلومات اللازمة لتقييم المشروع والمقترح على الوجه الآتي:

(.)	(+)
٢٠٠,٠٠٠ جنيه	٣٥,٠٠٠ لمدة ١٠ سنوات

وعلى أساس افتراض معدل خصم ١٦ % كحد أدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه، فإن:

صافي ق ح = (ق ح لصافي التدفقات النقدي.ة الداخل.ة الإضافية) . (ق ح للتدفقات النقدية الخارجة الإضافية)

= (٣٥٠,٠٠٠ × ٤,٨٥٦) . (٢٠٠,٠٠٠ × ١).

= ١٦٩,٩٦٠ . ٢٠٠,٠٠٠ = (٣٠,٠٤٠).

وتعني هذه النتيجة ضرورة رفض تنفيذ فك.رة التوس.ع المقترح، حيث إن الموافقة عليها سوف تقلل من ثروة الملاك الحالية وقبل التوسع بمقدار ٣٠,٠٤٠ جنيه، الأمر الذي يؤكد أن الفكرة المقترحة ترتبط بمعدل عائد على الاستثمار يق.ل عن ١٦ % والذي يمثل الحد الأدنى للمقبول.

وبانتهاء هذا المثال نكون قد عرضنا لكيفية تقييم نـ.وعين من أنواع الإنفاق الرأسمالي وهما المشروعات الاسـ.تثمارية الجديدة، والمشروعات الاستثمارية التي تأخذ صورة الإحلال والتجديد والتي تحتاج إلى مزيد من الجهد عند التقييم والتـ.ي سنعرض لها من خلال المثال المبسط التالي:

ترغب إدارة الإنتاج في إحدى الشركات الـ.صناعية فـ.ي إحلال خط الإنتاج الحالي، بخط إنتاج آخر لاعتبارات تتعلق بنوعية المنتج وبتكاليف التشغيل، وكـ.ذلك حجـ.م الإنتـ.اج، وبعرض الأمر على الإدارة العليا للشركة اتـ.ضح أن خـ.ط الإنتاج الحالي قد تم شراؤه منذ ٥ سنوات بتكلفة اسـ.تثمارية إجمالية قدرها مليون جنيه، على أساس أن عمره الافتراضي ٢٠ سنة، وأن قيمة الإنتاج والمبيعات السنوية تبلغ ٢ مليون جنيه، وأن تكاليف التشغيل السنوية لخط الإنتاج الحالي تبلـ.غ ٦٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن خط الإنتاج الجديد يتكلف اليوم مبلـ.غ ١,٥ مليون جنيه بما فيها مصاريف النقـ.ل والتركيـ.ب، وأن عمره الافتراضي ١٥ سنة من تـ.اريخ شـ.رائه، وأن قيمتـ.ه التخريدية في نهاية عمره الافتراضي ستكون مساوية للصفر، ويبرر مدير الإنتاج الاقتراح المذكور بأنه سوف يزيد مـ.ن

قيمة الإنتاج والمبيعات الحالية بمعدل ٥٠ %، وسوف يؤدي إلى تخفيض تكاليف التشغيل السنوية بمعدل ٢٠ % عما هي عليه الآن، وأن الشركة تطبق نظام القسط المتـ.ساوي فـ.ي الإهلاك، وأنها تخضع لمعدل ضريبة ٣٢ % على الأربـ.اح التجارية والصناعية، وأن القيمة السوقية الآن لخط الإنتـ.اج الحالي تقدر بنصف مليون جنيه، وأن تكلفة التمويل بالشركة ١٧ %.

ولقد كان من الضروري استطلاع رأي إدارة المبيعـ.ات والتسويق بالشركة عن إمكانية استيعاب الـ.سوق للمنتجـ.ات الإضافية وكان ردها بالإيجاب.

ولقد أصبح القرار متوقفاً على رأي المدير المالي والـ.ذي يقوم بإعداد الحسابات التالية:

أولاً تجهيز البيانات اللازمة للتقيـ.يم المـ.الي علـ.ى الوجه الآتي:

٥ سنوات		١٥ سنة	
× تكلفة تاريخية لخط الإنتاج الحالي	×	قيمة دفترية لخط الإنتاج الحالي	×

١,٠٠٠,٠٠٠ جنيه = (١,٠٠٠,٠٠٠ . ٥٠,٠٠٠ × ٥)

قسط الإهلاك السنوي = ٧٥٠,٠٠٠ جنيه.

١,٠٠٠,٠٠٠	قيمة سوقية لخط الإنتاج الحالي	٥٠٠,٠٠٠ جنيه
٢٠ سنة	خسائر رأسمالية تتحقق عند البيع =	٢٥٠,٠٠٠ جنيه

تكلفة رأسمالية لخط الإنتاج الجديد + ١٥,٠٠٠,٠٠٠ جنيه

قسط إهلاك سنوي = $\frac{١,٥٠٠,٠٠٠}{١٥ \text{ سنة}}$ = ١٠٠,٠٠٠ جنيه

قيمة الإنتاج والمبيعات	٢,٠٠٠,٠٠٠	٣٠٠,٠٠٠ جنيه
تكاليف التشغيل السنوية	٦٠٠,٠٠٠	٤٨٠,٠٠٠ جنيه

ثانيا: التصدي لعملية التقييم المالي والتي تمر بثلاثة مراحل بيانها كالآتي:

١- تقدير صافي التدفقات النقدية الخارجة والمرتبطة بفكرة الإحلال:

من الواضح أن التكلفة الاستثمارية المطلوبة لخط الإنتاج الجديد ستمثل تدفقًا نقديا خارجا، وفي نفس الوقت فإن القيمة المتحصلة من بيع خط الإنتاج الحالي سـ.تمثل تـ.دفقًا نقـ.ديا داخلاً، الأمر الذي يعني بالـ.ضرورة أن التـ.دفقات النقديـ.ة الداخلة ستقلل من حجم التدفقات النقدية الخارجة لشراء خـ.ط الإنتاج الجديد.

ومن الجدير بالذكر أن الموقف البيعي لخط الإنتاج الحالي يجب أن يقارن بالقيمة الدفترية لخط الإنتاج الحالي (تكلفتـ.ه التاريخية وقت الشراء . مجمع أقساط الإهلاك المـ.ستبعدة)، وفي هذه الحالة موضع التقييم نجد أن هناك خسائر رأسمالية قدرها ٢٥٠,٠٠٠ جنيه والناتجة من انخفاض القيمة السوقية عن القيمة الدفترية، الأمر الذي يتبعه بالضرورة ترحيل هذه الخسائر إلى الجانب المدين من حساب الأربـ.اح والخـ.سائر لتخفيض الأرباح الخاضعة للضرائب بمقدار هذه الخـ.سائر، الأمر الذي يعني تحقق وفرا ضريبيا يمثل تدفقًا نقديا داخـ.لاً يخفض من التدفقات النقديـ.ة الخارجـ.ة والمرتبطـ.ة بفكـ.رة الإحلال، ومن خلال ما سبق يمكن التوصـ.ل إلـ.ى صـ.افي التدفقات النقدية الخارجة على الوجه الآتي:

تكلفة شراء خط الإنتاج الجديد ١,٥٠٠,٠٠٠

القيمة السوقية لخط الإنتاج الحالي (٥٠٠,٠٠٠)

. الوفر الضريبي الناتج من الخسائر الرأسمالية (٨٠,٠٠٠)

(٢٥٠,٠٠٠ × ٣٢ %) ٩٢٠,٠٠٠ ج

٢ . تقدير صافي التـ.ـدفقات النقديـ.ـة الداخلـ.ـة الـ.ـسنوية والمرتبطة بفكرة الإحلال:

لكي يتمكن المدير المالي من التوصل إلى صافي التدفقات النقدية الإضافية والناتجة من تنفيذ فكـ.ـرة الإحـ.ـلال يتطلـ.ـب الأمر أن يقوم بحساب هذه التدفقات النقدية الحالية في ظـ.ـل اقتناء خط الإنتاج الحالي، ثم يقوم بحساب التدفقات النقديـ.ـة المتوقعة في ظل تنفيذ فكرة الإحلال واقتنـ.ـاء خـ.ـط الإنتـ.ـاج الجديد، وبذلك يمكنه التوصل إلى القيمة الإضافية للتـ.ـدفقات النقدية الداخلة، والتي تتمثل في زيادة قيمة الثانية عن قيمـ.ـة الأولى وذلك على الوجه التالي:

(الجدول رقم ٣)

(القيمة بالجنيه)

بيان	التدفقات النقدية الحالية	التدفقات النقدية بعد تنفيذ فكرة الإحلال	التدفقات النقدية الإضافية
قيمة المبيعات السنوية	٢,٠٠٠,٠٠٠	٣,٠٠٠,٠٠٠	
. تكاليف التشغيل السنوية	(٦٠٠,٠٠٠)	(٤٨٠,٠٠٠)	
أرباح قبل الإهلاك والضرائب	١,٤٠٠,٠٠٠	٢,٥٢٠,٠٠٠	
. الإهلاك	(٥٠,٠٠٠)	(١٠,٠٠٠)	
أرباح قبل الضرائب	١,٣٥٠,٠٠٠	٢,٤٢٠,٠٠٠	
. ضرائب ٣٢ %	(٤٣٢,٠٠٠)	(٧٧٤,٤٠٠)	
صافي ربح بعد الإهلاك والضرائب	٩١٨,٠٠٠	١,٦٤٥,٦٠٠	
	٩١٨,٠٠٠ +	١٦٤,٦٠٠	
	٥٠,٠٠٠ =	١٠٠,٠٠٠ +	٧٧٧٦٠٠ جنيه
التدفق النقدي السنوي	٩٦٨,٠٠٠	١٧٤٥,٦٠٠=	لمدة ١٥ سنة

وبانتهاء هذه المرحلة يصل المدير المالي إلى أن التدفقات النقدية الإضافية المتوقعة هي ٧٧٧,٦٠٠ جنيه لمدة ١٥ سنة قادمة تتطلب إنفاقًا إضافيا قـدره ٩٢,٠٠٠ جنيـه (نتيجـة المرحلة الأولى).

٣ . التقييم المالي واتخاذ القرار:

(١) +

٩٢٠,٠٠٠ جنيه ٧٧٧,٦٠٠ جنيه لمدة ١٥ سنة

وبافتراض معدل خصم ١٧ % مساويا لتكلفة التمويل في الشركة كحد أدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجـ.ـب تحقيقه لقبول فكرة الإحلال.

∴ صـ. . . .افي ق ح = ٧,٧٧٦,٠٠٠ × ٥,٣٢٤ .

٩٢٠,٠٠٠

+ = ٩٢٠,٠٠٠ . ٤,١٣٩,٩٤٢

٣٢١,٩٩٤

وهنا ينصح المدير المالي بقبول فكـ.ـرة الإحـ.ـلال لأنهـ.ـا ستزيد من ثروة ملاك الـ.ـشركة الحاليـ.ـة بمبلـ.ـغ ٣٢١,٩٩٤ جنيها، وأن تنفيذها سيحقق معدل عائد إضافي على الاستثمار أكبر من ١٧ %.

الفصل الخامس

الأصول العلمية لصناعة

قرارات الاستثمار قصير الأجل

(الإدارة الفعالة لرأس المال العامل)

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى تنمية وتدعيم قدرة القارئ المعرفية والمهارية المرتبطة بصناعة قرار الاستثمار قصير الأج.ل بعناصره الفرعية والمتمثلة في النقدية . الأوراق الماليـ.ة . الحسابات المدينة . والمخزون السلعي، والتي تمث.ل ف.ي مجموعها ما يطلق عليه حجم الاستثمار الموجه لرأس المال العامل، وذلك من خلال التركيز على الإدارة الفعالية لـ.رأس المال العامل ككل، بالإضافة إلى التركيز على الإدارة الفعالة لكل عنصر من عناصره الفرعية، كل ذلك في اتجاه تعظ.يم قيمة المنشأة.

والواقع أن محتوى ومضمون هذا الفصل سـ.يهدف إلـ.ى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام بمفهوم الاستثمار في رأس المـ.ال العامـ.ل وأنواعه المختلفة.

٢- القدرة على الإدارة الفعالة للاستثمار فـ.ي النقديـ.ة، وذلك من خلال التخطيط المسبق لها.

٣- القدرة على الإدارة الفعالة للاسـتثمار فـي الأوراق المالية وتكوين محفظة كفء لها.

٤- القدرة على إحداث التوازن بين الاستثمار في كـل من النقدية والأوراق المالية.

٥- القدرة على الإدارة الفعالة للاستثمار في الحـسابات المدينة.

٦- القدرة على الإدارة الفعالة للمخزون السلعي.

أولاً: رأس المال العامل بـين الفكـر المـالي والمحاسبي:

يتعامل الفكر المحاسبي مع رأس المال العامل من خـلال مجموعة الأصول المتداولة حيث تتـضمن مجمـوع القـيم الدفترية لكل من النقدية والأوراق المالية والحسابات المدينـة وأوراق القبض والمخزون السلعي.

في حين يتعامل الفكر المالي مع رأس المال العامل مـن خلال كونه انعكاسا لقرارات استثمار قصير الأجل أي تلـك الاستثمارات الموجهة إلى النقدية وأصـول أخـرى يمكـن تحويلها داخل إطار النشاط الطبيعي للمنشأة إلى نقدية وبدون

خسارة في قيمتها خلال مدة زمنية لا تتجاوز الـ.سنة وهـ.و الأمر الذي يعكس إصرار الفكر المالي على إعادة النظر في مجموعة الأصول المتداولة وتحويلها إلـ.ى مجموع.ة رأس المال على إعادة النظر في مجموع.ة الأصـ.ول المتداولـ.ة وتحويلها إلى مجموعة رأس المال العامل من خلال حتمي.ة توافر عدد من الشروط في كل عنصر من عناصره الفرعية وهو الأمر الذي سنعرض تفصيل له في الفصل السادس من هذا الكتاب.

ويرتبط رأس المال العامل بالأصول المتداولة والخـ.صوم المتداولة أيضا، وذلك في الكثيـ.ر مـ.ن الكتابـ.ات العلمي.ة والممارسات المهنية؛ حيث يتم التوصل إلـ.ى صـ.افي رأس المال العامل بطرح قيمة الخصوم المتداولة من قيمة الأصول المتداولة وهو الأمر الذي يحتم علينا أهمي.ة التفرق.ة بـ.ين إجمالي رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل، حيث يقصد بالأول إجمالي الأصول المتداولة والتي تـ.صل إلـ.ى تحديد قيمتها بعد إعادة النظر في قيمتها المحاسـ.بية – كمـ.ا سبق أن ذكرنا – في حين يقصد بالاصطلاح الثاني صـ.افي الأصول المتداولة بعد استبعاد ما يقابلها من خصوم متداولة.

ويستند التعريف الأول والذي يستخدم لفـظ رأس المـال العامل الجاري أو المتداول إلى أن إجمالي الأصول المتداولة تعبر فعلاً عن قيمة الاستثمارات في الأصول التي تتحول من شكل لآخر بسرعة خلال فترة دورة الأعمال، بينمـا يعتمـد التعريف الثاني والذي يستخدم لفظ صافي رأس المال العامل إلى أن صافي الأصول المتداولـة، بعـد طـرح الخـصوم المتداولة منها، يعتبر مقياسا لتقييم المركز النقدي للمشروع؛ إذ يعكس فائض الأصول بعد مواجهة الالتزامات القـصيرة الأجل المستحقة على المشروع حتى لا يواجه بعسر مالي قد يؤثر عليه بشكل خطير.

كما أن هناك تعريفًا ثالثًا لرأس المال العامـل باعتبـاره: مجموع الأصول المستخدمة في إنتـاج إيـراد جـارٍ يتفـق وطبيعة أهداف المشروع، مثل البضاعة وحسابات القـبض والنقدية بعكس الاستثمارات في الأوراق المالية، فهذه ليست جزءا من أهداف المشروع التي أقيم المشروع لتحقيقهـا، إلا أن سهولة تحويل هذه الاستثمارات إلى نقدية يمكن استخدامها في سداد التزامات المشروع يجعل من الممكن أن نطلق على هذه الاستثمارات رأس المال العامل الاحتياطي، ولكننا نميل

إلى الفهرس

إلى ضم الاستثمار في الأوراق المالية إلى بقية عناصر رأس المال العامل.

هذا ويمكن تقسيم رأس المال العامل الإجمالي إلى نوعين أساسيين هما:

١- رأس المال العامل الدائم.

٢- رأس المال العامل المتغير.

وفيما يتعلق برأس المال العامل الدائم فـ.تعكس تـ.سميته للقارئ أن قيمته تمثل مجالا للاستثمار الدائم فـ.ي المنـ.شأة؛ حيث يتم الاحتفاظ بها وبصورة دائمة لمواجهـ.ة متطلبـ.ات تشغيل الأصول الثابتة وينقسم داخليا إلى نوعين هما:

١/ ١ . رأس المال العامل الابتدائي.

١/ ٢ . رأس المال العامل العادي.

ونعرض فيما يلي لكل منهما بشيء من الشرح والتفصيل.

(رأس المال العامل الابتدائي):

في واقع الأمر يبدأ الحديث عـ.ن رأس المـ.ال العامـ.ل الابتدائي مع بداية نشأة المشروع حيث يواجه موقفًا حرجـ.ا يتصف بالمنطقية وتأكد الحدوث. ويمكننا حصر أبعـ.اد هـ.ذا الموقف في عدم قدرة المشروع في بدايتـ.ه علـ.ى تحقيـ.ق

إيرادات نقدية تكفي لمواجهة وسداد مصروفاته النقدية حيـث لا يكون المشروع قادرا على الـشراء بالأجـل لعـدم ثقـة الموردين به وبالتالي يكون مضطرا للشراء النقـدي، وفـي نفس الوقت نجده مدفوعا للبيع بالأجل لاجتذاب عملاء؛ الأمر الذي يتسبب في وجود فجوة سالبة بين إيراداته ومصروفاته النقدية. ومن هنا فإن رأس المال العامل الابتدائي يتمثل فـي تلك القيمة المطلوبة لسد الفجـوة المـذكورة حتـى يـتمكن المشروع من البقاء والاستمرار في ميدان الأعمال.

ومن المنطقي أن القيمة المذكورة ستمثل الحـد الأدنـى المطلوب توافره من رأس المال العامل، وبشكل مستمر حيث يجب الاحتفاظ بحد أدنى من النقديـة لمواجهـة التزامـات المشروع العاجلة، وحد أدنى من المخزون السلعي المطلوب لمواجهة أغراض جذب العملاء. بالإضافة إلى الحد الأدنـى من حسابات القبض والتي تمثل الاستثمار المطلوب لتـرويج المبيعات حتى يدخل مرحلة الانتظام والأمان.

والواقع أن هذا الحد الأدنى المـذكور سـيكون مـستمرا وبصفة دائمة ويستمر الاحتياج إليه طالما ظـل المـشروع قائما.

إلى الفهرس

ومما سبق يتأكد أن رأس المال العامل الابتدائي يتمثل في الحد الأدنى من الاستثمار المطلوب في رأس المال العامـل بعناصره المختلفة لبدء دورة أعمال المشروع واسـتمرارها حتى يتخطى المشروع تلك المرحلة الحرجة ويبدأ بعد ذلـك في الشراء الآجل والبيع النقدي.

وفي اتجاه تدعيم المفهوم المذكور والتأكيـد عليـه نورد المثال التالي:

مشروع تجاري تحت الدراسة المبدئية من المتوقع أن يبدأ نشاطه مع بداية عام ١٩٩٦ ويتوقع أن تكون مبيعاته عبـارة عن ٥٠٠ وحدة شهريا خلال النصف الأول من العام تزيـد إلى ٦٠٠ وحدة شهريا خلال نصفه الثاني بسعر بيـع ١٠٠ جنيه للوحدة وبفترة ائتمان ٩٠ يوما تمنح للعملاء وتبلغ سعر المشتريات النقدية ٦٠ ج للوحدة وتبلغ المصروفات الإدارية والبيعية ٢٠ ج للوحدة.

ويمكننا التوصل إلى قيمة رأس المال العامل الابتدائي من خلال إعداد الجدول التالي:

جدول رقم (1)

بيان بحساب رأس المال العامل الابتدائي

(القيمة بالجنيه)

الشهور	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨	٩	١٠	١١	١٢
عدد الوحدات	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠
قيمة المبيعات	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
متحصلات نقدية	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
متحصلات آجلة	-	-	-	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
إجمالي إيرادات نقدية متوقعة	-	-	-	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
قيمة المشتريات (نقداً)	٣٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	٣٦,٠٠٠
مصروفات إدارية وبيعية	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠
إجمالي مصروفات نقدية متوقعة	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	٤٨,٠٠٠
إيرادات نقدية - مصروفات نقدية	(٤٠,٠٠٠)	(٤٠,٠٠٠)	(٤٠,٠٠٠)	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠
رأس المال العامل الابتدائي	١٢٠,٠٠٠ جنيه											

إلى الفهرس

ومن الجدول السابق نتأكـد أن قيمـة رأس المـال العامـل الابتدائي ١٢٠,٠٠٠ جنيه وهي تلك القيمة المطلوبة لتجاوز الفترة الحرجة من بداية حياة المشروع وهي ثلاثة الـشهور الأولى من العام.

ويلاحظ أن حساباتنا للمتحصلات النقدية مـن المبيعـات الآجلة لفترة ائتمان ٩٠ يوما قد تم ترحيلها لثلاثة شهور بعد شهر البيع، وهو الأمر الذي سنحدد أبعاده بشكل قاطع عنـد تناولنا للإدارة النقدية.

رأس المال العامل العادي:

نذكر القارئ العزيز أن رأس المال العامل العادي يـدخل في إطار رأس المال العامل الدائم وذلك إلـى جانـب رأس المال العامل الابتدائي الذي عرضنا له في الجـزء الـسابق مباشرة، ومن هنا يمكننا القول بأن رأس المال العادي يمثـل الحد الأدنى أيضا من رأس المال العامل والذي يضمن تداول الأصول المتداولة باستمرار دورة الأعمال بالإضـافة إلـى ضمان التوافر المستمر لاحتياجات التشغيل.

والواقع أن احتياجات المنشأة مـن رأس المـال العامـل العادي تزداد مع اتجاهها نحو التوسع؛ حيث يتم تمويل هـذا

التوسع في رأس المال العامل من مـ.ـصادر تمويـ.ـل طويلـ.ـة الأجل نظرا لأن هذا الاسـ.ـتثمار يـ.ـرتبط بخاصـ.ـية الـ.ـدوام والاستمرار حيث يكون ضروريا لاستمرار دورة الأعمـ.ـال عند معدلها العادي والمتعارف عليه.

وفي مجال التوصل إلى قيمة رأس المال العامل العـ.ـادي فهناك العديد من الطرق التي يمكن استخدامها في هذا المجال سوف نكتفي بتوضيح اثنين منها وهما:

طريقة فترة الأعمال في حـ.ـساب قيمـ.ـة رأس المال العامل العادي:

يمكننا صياغة الإطار العام لهذه الطريقـ.ـة علـ.ـى النحـ.ـو التالي:

فترة الأعمال = فترة الشراء + فتـ.ـرة التخـ.ـزين + فتـ.ـرة التعامل (التـ.ـصنيع) + فتـ.ـرة البيـ.ـع والتـ.ـسويق + فتـ.ـرة التحصيل.

ومن الواضح أن هذه الطريقة التي نحـ.ـن بـ.ـصددها الآن تعتمد على حساب الفترات المكونة لدورة الأعمال بالمنـ.ـشأة. وهنا يجب التأكيد على أن الفترات المكونة لدورة الأعمـ.ـال

والموضحة في الإطار العام لهذه الطريقة يتم التعامل معه.ا بقيمها المتوسطة لتكون فترة الأعمال هي محـ.صلة الجمـ.ع الحسابي لمتوسط الفترات المذكورة، الأمـ.ر الـ.ذي يعنـ.ي وبالضرورة أهمية اشتراك العديد مـ.ن الإدارات والأنـ.شطة المكونة للمنشأة مثل المختصين بأعمال المخازن والعمليـ.ات الصناعية وأعمال البيع والتحصيل والشراء والتحليل المالي.

هذا ويمكننا تقديم المعادلة التالية والمستخدمة في حـ.ساب رأس المال العامل العادي.

$$\text{قيمة رأس المال العامل العادي} = \frac{\text{تكلفة الإنتاج}}{\text{معدل دوران فترة الأعمال}} + \text{الحد الأدنى من النقدية المطلوبة لمقابلة الطلبات العاجية}$$

$$\text{حيث إن معدل دوران فترة الأعمال} = \frac{٣٦٠}{\text{إجمالي طول فترات الأعمال}}$$

ولمزيد من التوضيح نفترض ما يلي:

متوسط فترة الشراء =٤٥ يوما

متوسط فترة التخزين = ٣٥ يوما

متوسط فترة التصنيع = ٢٠ يوما

متوسط فترة التسويق = ٦٠ يوما

متوسط فترة التحصيل = ٥٠ يوما

وأن قيمة تكلفة الإنتاج السنوية ١٠ ملايـين جنيـه، وأن الحد الأدنى للنقدية يبلغ نصف مليون جنيه.

فهل يمكننا احتساب قيمة رأس المال العـادي باسـتخدام البيانات المذكورة؟

نعم يمكننا تحديد قيمة رأس المال العـادي علـى النحـو التالي:

١- متوسط فترة الأعمال = متوسط فتـرة الـشراء + متوسط فترة التخزين + متوسط فتـرة التـصنيع + متوسط فترة التسويق + متوسط فترة التحصيل.

= ٤٥ يوما + ٣٥ يوما + ٢٠ يوما + ٦٠ يومـا + ٥٠ يوما = ٢١٠ أيام.

٢ . معدل دوران فترة الأعمال = $\frac{٣٦٠}{\text{متوسط فترة الأعمال}}$ = $\frac{٣٦٠}{٢١٠}$ = ١,٧ مرة

وباستخدام المعادلة السابقة نصل إلى الخطـوة الأخيـرة وهي:

٣ . قيمة رأس المال العامل العادي = $\frac{١,٠٠٠,٠٠٠}{١,٧}$ ٥٠٠,٠٠٠+

= ٥,٨٨٣,٣٥٣ + ٥٠٠,٠٠٠ = ٦,٣٨٢,٣٥٣ جنيها.

ونحن هنا نؤكد مرة أخرى إلى أن القيمة التي توصلنا إليها باستخدام طريقة فترة الأعمال تمثل استثمارا طويل الأجل ويجب أن يتم تمويله من مصادر تمويل طويلة الأجل.

والآن إلى الطريقة الثانية لحساب قيمة رأس المال العامل العادي.

طريقة متوسط الاحتياجات الشهرية في حساب قيمة رأس المال العامل العادي:

تعتمد هذه الطريقة على افتراض أساسي يتمثل في أن حجم الاستثمار الأمثل في رأس المال العادي ينحصر في تلك القيمة المطلوبة تماما ودائما لتغطية ومواجهة متطلبات تشغيل الأصول الثابتة بالمنشأة لعدد من الشهور والتي تعكس صراحة تلك القيمة الموجبة المثلى لصافي رأس المال العامل بالمنشأة.

هذا ويمكننا الآن صياغة الإطار العام لهذه الطريقة من خلال هذه المعادلة:

ر. م ع. ع = م ش × ن

أي أن:

قيمة رأس المال العامل العـادي = متوسـط الاحتياجـات الشهرية من رأس المال العامل الدائم × عدد الشهور التـي تحتم طبيعة النشاط الاحتفاظ باحتياجاتها مـن رأس المـال العامل الدائم.

وفيما يتعلق بـ: م ش والتي تمثل متوسـط الاحتياجـات الشهرية من رأس المال العامل الدائم فيمكن تحديدها وبشكل مباشر من خلال إدارة المنشأة بمختلف إداراتها وأنـشطتها، وفي حالة عدم التمكن من ذلك يمكننا تحديدها علـى النحـو التالي:

$$م\ ش = \frac{ر\ أ + ر\ خ}{٢٤}$$

حيث إن:

ر. أ: تعني رصيد رأس المال العامل أول المدة.

ر. خ: تعني رصيد رأس المال العامل آخر المدة.

ر. خ: تعني رصيد رأس المال العامل آخر المدة.

وأما فيما يتعلق بـ "ن" والتي تمثل عدد الشهور المعيارية التي تحتم طبيعة النشاط الاحتفاظ باحتياجاتها من رأس المال

العامل الدائم فيمكن تحديدها من خلال تحليل طبيعة النشاط التي تمارسه المنشأة أو من خلال العاملين بالمنشأة نفسها.

وفي اتجاه التأكيد على اكتساب القارئ لمهارة الاستخدام العملي لهذه الطريقة فلنتجه للتعامل مع المثال التالي:

أتيحت لنا البيانات التالية عن إحدى الشركات:

جدول رقم (٢)

(جميع الأرقام بالألف جنيه)

سنوات بيان	٣١/ ١٢/ ٩٢	٣١/ ١٢/ ٩٣
صافي أصول ثابتة	٤٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
نقدية	٢٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠
رأس المال	١٠,٠٠٠	١٢,٠٠٠
حسابات مدينة وأوراق قبض	١٣٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
حسابات دفع	٧٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
مخزون	٣٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠
استثمارات أوراق مالية	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
دائنون	٥٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠
سندات	٢٥,٠٠٠	٣٥,٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠

إن طبيعة نشاط هذه الشركة يحتم احتفاظها بحد أدنى من رأس المال العامل يوازي احتياجات ٤ شهور.

ومن هذه البيانات يمكننا تحديد قيمة الاستثمار الأمثل في رأس المال العامل العادي في عام ١٩٩٣ على النحو التالي:

. تحديد قيمة الاستثمار في رأس المال العامل الإجمـالي في نهاية عامي ٩٢، ٩٣.

حيث إن إجمالي رأس المال العامل = النقدية + الاستثمار في الأوراق المالية + الاستثمار في الحسابات المدينة وأوراق القبض + الاستثمار في المخزون.

∴ قيمة الاستثمار في رأس المال العامل في نهاية ١٩٩٢

= ٢٠,٠٠٠ + ٢٠,٠٠٠ + ١٣٠,٠٠٠ + ٣٠,٠٠٠ =

٢٠٠,٠٠٠ ألف جنيه.

قيمة الاستثمار في رأس المال العامل في نهاية ١٩٩٣ =

١٤٠,٠٠٠ + ٢٠,٠٠٠ + ١٠٠,٠٠٠ + ١٤٠,٠٠٠ =

٤٠٠,٠٠٠ ألف جنيه.

$$\therefore \text{م ش} = \frac{\text{ر أ} + \text{ر خ}}{٢٤}$$

$$\therefore \text{م ش} = \frac{٢٠٠,٠٠٠ + ٤٠٠,٠٠٠}{٢٤} = \text{٢٥,٠٠٠ ألف جنيه}$$

∴ قيمة رأس المال العامل = م ش × ن

∴ قيمة الاستثمار الأمثل في رأس المال العامل العـادي لعام ١٩٩٣ = ٢٥,٠٠٠ × ٤ = ١٠٠,٠٠٠ ألف جنيه.

ومن هذه النتيجة التي توصـلنا إليهـا يتأكـد أن قيمـة الاستثمار الدائم في رأس المال العامل لهـذه الـشركة هـو ١٠٠,٠٠٠ ألف جنيه وهي القيمة المثلـى المطلوبـة لأداء الوظيفة التشغيلية بالشركة والتـي تمثـل القيمـة الموجبـة المعيارية التي يجب أن يظهر بها صافي رأس المال العامـل في نهاية عام ١٩٩٣.

ويمكننا أيضا تحديد حجم الاستثمار الأمثل في رأس المال العامل الإجمالي والتي تكفي لمواجهة المتطلبـات التـشغيلية والدفاعية معا وذلك من خلال تحديدنا لتلك القيمة المطلوبـة لمواجهة المتطلبات الدفاعية والتي تتمثل في قيمة الخـصوم المتداولة أو الالتزامات الجارية بالشركة والتي يمكن التوصل إليها من خلال القيمة الفعلية للخصوم المتداولة وذلـك فيمـا يتعلق بالمنشأة القائمة أو التي تمارس النشاط الفعلـي منـذ سنوات ماضية.

أما بالنسبة للمشروع الجديد فيمكن التوصل إليها من خلال مكونات الهيكل التمويلي الذي تم إقراره بالنـ.ـسبة للمـ.ـشروع المقترح.

وفي حالتنا هذه فنحن أمام شركة تمارس النشاط الفعلـ.ـي منذ سنوات الأمر الذي يدفعنا في اتجاه تحديد قيمة الخـ.ـصوم المتداولة في نهاية عام ١٩٩٣ وبافتراض أن هيكلها التمويلي مناسبا وذلك على النحو التالي: قيمة الخـ.ـصوم المتداولـ.ـة = حسابات الدفع + الدائنون + القروض قصيرة الأجل.

∴ قيمة الخصوم المتداولة فـ.ـي نهايـ.ـة عـ.ـام ١٩٩٣ = ١٠٠,٠٠٠ + ٨٠,٠٠٠ + ١٢٠,٠٠٠ = ٣٠٠,٠٠٠ ألـ.ـف جنيه.

وتعني هذه النتيجة أن قيمة الاستثمار المؤقت فـ.ـي رأس المال العامل لهذه الشركة في عـ.ـام ١٩٩٣ هـ.ـي ٣٠٠,٠٠٠ ألف جنيه وبذلك يمكننا تحديد قيمة الاستثمار الأمثل في رأس المال العامل الإجمالي للشركة من خـ.ـلال جمـ.ـع كـ.ـل مـ.ـن الاستثمار الدائم والاستثمار المؤقت على النحو التالي:

حجم الاسـ.ـتثمار الأمثـ.ـل فـ.ـي رأس المـ.ـال العامـ.ـل = ١٠٠,٠٠٠ + ٣٠٠,٠٠٠ = ٤٠٠,٠٠٠ ألف جنيه.

إلى الفهرس

ويلاحظ ومن منظور تحليلي أن هذه القيمة تساوي تمام.ا القيمة الفعلية لرأس المال العامل الإجمالي بالـ.شركة الأمـ.ر الذي يعني وبالضرورة سلامة الموقف المالي للشركة في هذا المجال.

وإلى هذا الحد من العرض نكون قد انتهينا من توضـ.يح كل ما يتعلق برأس المال العامل الدائم، والآن يبقى عرضـ.نا لما يتعلق برأس المال العامل المتغير.

رأس المال العامل المتغير:

من الواضح أيضا أن رأس المال العامل المتغيـ.ر يمثـ.ل مجال للاستثمار المؤقت في المنشأة حيث يتم الاحتفـ.اظ بـ.ه لمواجهة التغيرات الموسمية أو تقلبات الدورة الاقتصادية أو الظروف الطارئة الأمر الذي يعني أنه ينقسم إلى ثلاثة أنواع فرعية هي:

رأس المال العامل الموسمي.

رأس المال العامل المتقلب.

رأس مال عامل الطوارئ.

ترجع أهمية دراسة رأس المال العامل إلى ذلـ.ك الحجـ.م المتزايد من أموال المنشأة التي تستثمر فيه، فقـ.د أوضـ.حت

دراسة تمت على أحد القطاعات أن المخزون السلعي وحـ.ده وهو أحد عناصر رأس المال العامل يمثل أكثر مـ.ن ٨٥ % من جموع الأصول المستثمرة في هذا القطاع، ولذلك يلاحظ أن جانبا كبيرا من وقت المدير المالي . بل إدارة الـ.شركة بوجه عام . يستنفد في إدارة رأس المال العامل.

وعلى سبيل المثال، فلو فرض أن تخطيط إدارة المبيعات قد بين أن هناك زيادة كبيرة في حجم المبيعات المـ.ستقبلية، فإن عنصرا كهذا لا بد أن يتبعه ويسبقه دراسات مستفيضة. ذلك أن هذه الزيادة في المبيعات لا بد أن يصاحبها زيادة في المخزون السلعي، ثم بعد إتمام عملية البيع، إما أن يكون بيعا آجلاً وهنا ستحدث زيادة في أوراق القبض، أو يتم البيع نقدا وبالتالي تحدث زيادة في حجم النقدية، وهذه كلهـ.ا عناصـ.ر مكونة لرأس المال العامل.

ومن ناحية أخرى، فإن زيادة المخزون الـ.سلعي يقابلهـ.ا بالضرورة زيادة في الخصوم المتداولة اللازمة لتمويل هـ.ذا المخزون، إلى جانب أن هناك حدا أدنى للمخـ.زون الـ.سلعي ينبغي على المنشأة الاحتفاظ به، وبطبيعة الحال فإن زيـ.ادة حجم المبيعات سوف يتبعه ارتفاع الحد الأدنى من المخزون

الواجب الاحتفاظ به، وهو ما يستلزم تمويلاً جديـدا طويـل الأجل... وهكذا.

من أجل هذا كله يعطي خبراء التمويـل أهميـة خاصـة لرأس المال العامل باعتباره حجر الزاوية بالنسبة لأي منشأة وخاصة المنشآت الصغيرة، وإن كان ذلك لا يعنـي إهمـال دراسة وتحليل رأس المال الثابت خاصة في تلـك المنـشآت التي يمثل فيها أهمية كبيرة مثل الشركات الصناعية.

ولنبدأ الآن في العرض التفصيلي لإدارة كل عنصر مـن عناصر رأس المال العامل.

ثانيا: إدارة الاستثمار في النقدية:

إن نجاح المنشأة في إدارة النقدية المتاحة لديها يتمثل فـي تشغيل هذه النقدية بالكامل طـول الوقـت (باسـتثناء الحـد الأدنى).

وتختلف مشاكل النقدية وإدارتها من منشأة لأخرى نظـرا لاختلاف حجم المنشأة، وطبيعة نشاطها، والتوزيع الجغرافي لأعمالها وانتشار فروعها، وانتشار عملائها جغرافيا، وحجم النقدية المطلوبة لأعمالها، وحجم احتياجاتها مـن المـصادر التمويلية قصيرة الأجل، وحجم التـدفقات النقديـة الداخلـة

والخارجة من المنشأة، ومدى الاعتماد على الائتمـان فـي تمويل الاحتياجات المالية المتقلبة فـي نـشاطها، وتحـتفظ المنشآت بالنقدية لمواجهة مجموعة من المتطلبـات سـنقوم بتحديدها في مرحلة لاحقة.

والواقع أن هناك اختلافًا في وجهات النظر حول مفهـوم النقدية بالشركات وأهمية توافرها حيـث يـرى الـبعض أن توافر النقدية بالمنشأة يعكس مؤشرا إيجابيا لارتفاع ربحيتهـا وأن توافر النقدية السائلة يعني تحقيق الأرباح وقوة المركـز النقدي للمنشأة يمثل أهم الضمانات المالية [1].

ونحن نختلف مع الاتجاه المذكور حيث نؤكـد علـى أن زيادة النقدية السائلة عن الحد الأدنى المطلوب يجب معاملتها على أنها خصوم أو أعباء وأن وجود نقدية غيـر مـستغلة يجعلها تماما كالآلات أو المعدات غير المستخدمة، وأن عدم استغلال النقدية بأسلوب كفء يحمل المنشأة أعبـاء عديـدة أهمها فرص الربح الضائعة وضياع فوائد الديون المجمـدة بدون استثمار.

---

1 – Desalvo, A., Cash management converts dollars into working assets H B R., May – June, 1971, p 92.

إلى الفهرس

والواقع أن المنشآت باختلاف أنواعهـا تحـتفظ بالنقديـة لمواجهة مجموعة من الاحتياجات أهمها ما يلي:

. احتياجات التشغيل العادي:

والتي تتمثل في عمليات الشراء والبيع وتتباين احتياجات المنشآت من النقدية مع تباين واختلاف طبيعة وحجم النشاط وأساليب الشراء والبيع بالإضافة إلى درجـة انتظـام دورة الأعمال ومدى سلامة العلاقة بين مواعيد سداد المـشتريات ومواعيد تحصيل قيمة المبيعات.

. احتياجات الظروف الطارئة:

تتمثل الظروف الطارئة في مجموعة المواقف التي تواجه المنشأة خارج نطاق التوقع مثل الارتفاع المفاجئ في أسعار المشتريات أو الانخفاض المفاجئ في حجم المبيعات أو نشاط التحصيل.

والواقع أن الإدارة المـسبقة للنقديـة والمرتبطـة بدقـة التقديرات المرتبطة بكـل مـن التـدفقات النقديـة الداخلـة والتدفقات النقدية الخارجة يؤدي إلى تقليص حجم وأثر تلـك الظروف الطارئة، هذا بالإضافة إلـى أن ارتفـاع الطاقـة الائتمانية للمنشأة وسلامة موقفها مع البنوك التي تتعامل معها

والمتمثل في قدرتها على الحصول على الائتم.ان ب.سهولة ويسر وبتكلفة منخفضة يقلل من حاجتها للاحتف.اظ بالنقدي.ة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة.

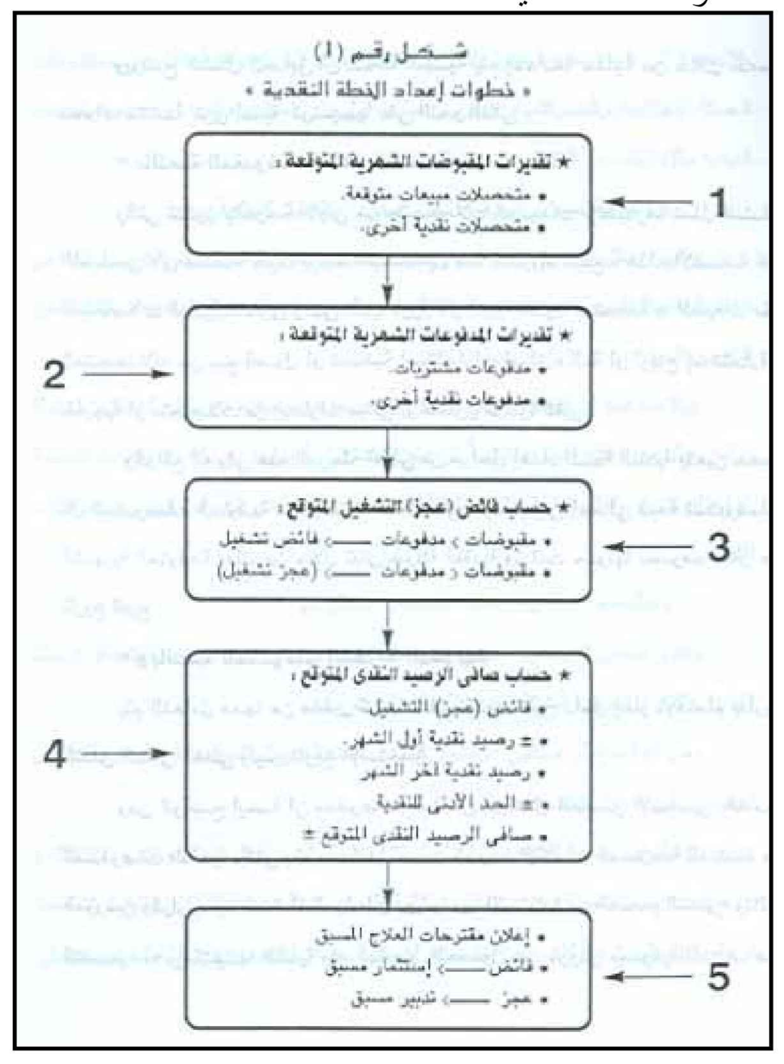
. احتياجات المضاربة:

تعني المضاربة الاستعداد لاستغلال أي فرص ربحية غير متوقعة من خلال توفير قدر من النقدية السائلة لمواجهة ه.ذا الاحتمال، حيث يمكننا حصر هذه الفرص في الآتي:

- إمكانية الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح للمنشأة من الموردين.
- إمكانية تخفيض سعر بيع المنتجات به.دف ت.دعيم الموقف التنافسي للمنشأة.
- إمكانية الاستثمار المربح في الأوراق المالية.

والواقع أن الأسلوب الأكثر ش.يوعا ف.ي مج.ال الإدارة الفعالة للنقدية يتمثل في إعداد الخطة النقدية Cash budget والتي تحول التدفقات النقدي.ة الداخل.ة In Flow of cash والتدفقات النقدية الخارجية Out Beow of cash وذلك في صورة سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية أو ثلث سنوية أو شهرية.

ويوضح الشكل التالي الخط.وات التف.صيلية المتتابع.ة المكونة للخطة النقدية.



إلى الفهرس

ويوضح الشكل السابق أن الخطة النقدية يتم إعدادها عمليا من خلال خمس خطوات متتابعة نرى أهمية توضيحها على النحو التالي:

. بالنسبة للمقبوضات الشهرية المتوقعة:

والتي تتكون بالدرجة الأولى من متحـ ـصلات المبيعـ ـات باعتبارها تمثل النشاط الأساسي لأي منـ ـشأة حيـ ـث يـ ـرتبط التحصيل هنا بشروط البيع، هذا بالإضافة إلى المتحـ ـصلات النقدية الأخرى والتـ ـي تلعـ ـب دورا أقـ ـل أهميـ ـة مقارنـ ـة بمتحصلات المبيعات مثل المتحصلات من بيـ ـع أصـ ـول أو تصفية استثمارات أوراق مالية أو أرباح استثمارات خارجية أو متحصلات من إيجارات مبانٍ أو مخازن مؤجرة للغير.

والواقع أنه وفي هذه المرحلة الأولى من مراحل إعـ ـداد الخطة النقدية يتعين حصر كل المقبوضات المتوقعة خـ ـلال فترة الخطة لكي نتوصل إلى إجمـ ـالي قيمـ ـة المقبوضـ ـات الشهرية المتوقعة وذلك من خلال تبني حركة النقدية وتوقيت حدوثها بصرف النظر عن تاريخ البيع.

إلى الفهرس

. وبالنسبة للمدفوعات الشهرية المتوقعة:

يتم التعامل معها من منظور كونها تـ.دفقًا نقـ.ديا خـ.ارج وداخل إطار الاهتمام بتاريخ التدفق النقدي الفعلـ.ي ولـ.يس تاريخ الاستحقاق.

ومن الواضح أيضا أن مدفوعات المشتريات تمثل العنصر الأساسي بالنسبة للمدفوعات النقدية والتي يتم سدادها حـ.سب شروط الائتمان الممنوحة للمنشأة من الموردين، وقرار إدارة المنشأة المرتبطة بمدى جدوى الاستفادة من الخصم الممنوح وتكلفة التضحية به وإمكانياتها النقدية وقدرتها على الحصول على قروض مصرفية للسداد، هذا بالإضافة إلى المدفوعات النقدية الأخرى مثل توزيعات الأربـ.اح وشـ.راء الأصـ.ول ومدفوعات الحملة الإعلانية والضرائب والأجـ.ور والمهايـ.ا وإيجار المباني والمخازن والمصروفات البيعية والإداريـ.ة.. إلخ.

. وبالنسبة لحساب قيمة فائض (عجز) التشغيل المتوقع:

والذي يمثل الخطوة الثالثة من خطـ.وات إعـ.داد الخطـ.ة النقدية فيتم التوصل إليه من خلال المقارنـ.ة الجبريـ.ة بـ.ين

قيمتي المقبوضات والمدفوعات الشهرية المتوقعة والتي سبق التوصل إليها.

ويلاحظ هنا أن الفائض أو العجز لا يمثل ربحا أو خسارة في نتائج أعمال المنشأة، ولكنه يمثل في واقع الأمر فائضا أو عجزا تشغيليا يـ.ـرتبط بحركـ.ـة التـ.ـدفقات النقديـ.ـة الداخلـ.ـة والخارجة المتوقعة والناتجة من التفاعل بين حركتي الـ.ـشراء والبيع والتعاملات الأخرى.

. وبالنسبة لصافي الرصيد النقدي المتوقع:

والذي نسعى للتوصل إليه فـ.ـي المرحلـ.ـة الرابعـ.ـة مـ.ـن المراحل المتتابعة لإعداد الخطة النقدية والتي يوضحها الشكل رقم (١) والسابق عرضه.

ومن الواضح أن صافي الرصيد النقدي المتوقـ.ـع يمثـ.ـل المحصلة النهائية للتفاعل الحسابي بين أربعة عناصر وهي:

. فائض (عجز) التشغيل والذي يمثل نتيجـ.ـة المرحلـ.ـة السابقة مباشرة (الثالثة) من مراحـ.ـل إعـ.ـداد الخطـ.ـة ومـ.ـن المنطقي إمكانية ظهوره بقيمة موجبة إذا كان فائضا تـ.ـشغيليا أو بقيمة (سالبة) إذا كان عجزا تشغيليا أو بقيمـ.ـة مـ.ـساوية

للصفر في حالة تساوي قيمتـي المقبوضـات والمـدفوعات الشهرية المتوقعة.

. رصيد النقدية أول الشهر حيث يكون في واقع الأمـر هو نفسه الرصيد النقدي الناتج عن آخر فترة سابقة للخطـة التي نعدها، الأمر الذي يحتم أخذه في الحسبان عند إعدادها.

. الحد الأدنى للنقدية الشهرية والذي يمثل فـي الواقـع جزءا من رأس المال العامل الدائم والذي سبق لنا توضـيح أبعاد دوره التشغيلي والطرق المستخدمة لتحديد قيمته.

والواقع أن رأس المال العامل الدائم يتم توزيعـه داخليـا على كل من النقدية . الأوراق المالية . الحسابات المدينـة والمخزون.

وفي اتجاه التبسيط والحرص على تدعيم مهارة القـارئ المرتبطة بإعداد الخطة النقدية رأينا أن نعرض للتوضيحات الحسابية التالية:

إلى الفهرس

جدول رقم (٣)

معالجة فائض (عجز) التشغيل مع رصيد النقدية أول الشهر

شهور السنة بيان	يناير	فبراير	مارس
فائض (عجز) التشغيل	١٠٠,٠٠٠	(٢٠٠,٠٠٠)	١٠,٠٠٠
رصيد النقدية أول الشهر	٥٠,٠٠٠	١٥٠,٠٠٠	(٥٠,٠٠٠)
رصيد النقدية آخر الشهر	١٥٠,٠٠٠ +	(٥٠,٠٠٠)	(٤٠,٠٠٠)

ويوضح الجدول السابق الأسـلوب الحـسابي المتـداخل لمعالجة فائض أو عجز التشغيل مع رصيد النقدية أول الشهر والذي ينتج عنها بالضرورة رصيد النقدية آخر الشهر والذي يرحل بدوره وبقيمته الموجبة أو السالبة ليحتل مكانه كرصيد نقدية أول الشهر الذي يليه وهكذا.

ومن الواضح الآن أن رصيد النقدية أول الشهر يجمع مع فائض التشغيل لنحصل على رصيد النقدية آخر الشهر، وأن رصيد النقدية أول الشهر يطرح من عجز التشغيل لنحـصل على رصيد النقدية آخر الشهر والذي يمثـل نـاتج الطـرح الجبري ليظهر الأخير بقيمة موجبة إذا كان عجز التـشغيل أقل من رصيد النقدية أول الشهر ويظهر بقيمة سالبة إذا كان عجز التشغيل أكبر من رصيد النقدية أول الشهر.

. معالجة رصيد النقدية آخر الشهر مع الحد الأدنى للنقدية:

يوضح الجدول التالي المعالجة المذكورة:

جدول رقم (٤)

شهور الخطة بيان	يناير	فبراير	مارس	أبريل
فائض (عجز) التشغيل	(٢٠,٠٠٠)	٤٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	(٤٠,٠٠٠)
رصيد النقدية أول الشهر	٣٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
رصيد النقدية آخر الشهر	١٠,٠٠٠ +	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
الحد الأدنى للنقدية	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
صافي الرصيد النقدي المتوقع	٤٠,٠٠٠)	. .	١٠,٠٠٠ +	(٣٠,٠٠٠)

وبتتبع محتويات الجدول السابق نلاحظ أننا نتعام.ل م.ع الحد الأدنى للنقدية الشهرية معاملة العجز من خ.لال كون.ه قيمة غير متواجدة ومطلوب تدبيرها لاستخدامها في مج.ال الاستثمار الدائم، وأن هذه القيمة يتم نفادها مع نهاية الـ.شهر وتجديدها في الشهر التالي.

وعلى ذلك فيلاحظ أن الحد الأدنى للنقدية يتم جمعه جبريا مع أرصدة النقدية في أواخر الشهور ليظهرها في الرص.يد النقدي بقيمة موجبة أو سالبة أو مساوية للصفر، حيث يظهر بقيمة موجبة إذا كانت قيمة رصيد النقدية آخر الشهر أكب.ر من قيمة الحد الأدنى المطلوب، ويظهر بقيمة س.البة إذا م.ا

كانت قيمة رصيد النقدية آخر الشهر أقل مـ.ن قيمـ.ة الحـ.د الأدنى المطلوب ومن المنطقي أن يظهر صـ.افي الرصـ.يد النقدي المتوقع بقيمة صفرية في حالة تساوي قيمتي رصـ.يد النقدية آخر الشهر والحد الأدنى للنقدية الشهرية.

ونصل الآن إلى المرحلة الأخيرة من المراحـ.ل الخمـ.س المكونة لإعداد الخطة النقدية والمتمثلة في الاستعداد المسبق لمواجهة الموقف النقدي المتوقع والمتمثل في قيم واتجاهـ.ات صافي الرصيد النقدي المتوقع حيث يحتمل مواجهتها لواحـ.د من احتمالات ثلاثة وهي:

الاحتمال الأول:

أن يظهر صافي الرصيد النقدي المتوقع بقيم موجبة فـ.ي جميع شهور الخطة، حيث تنحصر المشكلة هنا فـ.ي توقـ.ع تراكم أرصدة نقدية لسنا في حاجة إليها، الأمر الذي يعكـ.س أثره السلبي على ربحية المنشأة بالضرورة والمتمثـ.ل فـ.ي ضياع فرص استثمار تلك التراكمـ.ات، وبالتـ.الي سـ.يتمثل الاستعداد المسبق هنا في تجهيـ.ز فـ.رص اسـ.تثمار تلـ.ك التراكمات النقدية من الآن.

الاحتمال الثاني:

أن يظهر صافي الرصيد النقدي المتوقع بقيم سـ.البة فـ.ي جميع شهور الخطة، حيث تتحصر المشكلة هنا في توقع عدم قدرة التدفقات النقدية الداخلة على مواجهة التدفقات النقديـ.ة الخارجة ومتطلبات الحد الأدنى للنقدية وهو الأمر الذي يدفع المنشأة إلى اتجاه خطر يتمثل في معاناتها من حالـ.ة عـ.سر مالي فني وما يرتبط بهذا الأمر من مـ.شاكل مـ.ؤثرة علـ.ى الربحية وعلى قيمة المنشأة السوقية وهو الأمر الـ.ذي يحـ.تم على إدارة المنشأة أن تحاول في اتجاه الاسـ.تعداد المـ.سبق لمواجهة هذا الموقف وذلك بالعمل فـ.ي اتجـ.اهين فـ.ي ذات الوقت هما:

الاتجاه الأول: تنشيط ودفع التدفقات النقدية الداخلة:

وذلك من خلال بعض أو كل الوسائل التالية:

- زيادة حجم البيع النقدي وتقليص حجم بيع الآجل.
- محاولة تعديل سياسات الائتمان والتحصيل، وذلك في اتجاه تخفيض متوسط فترة التحصيل.

- التخلص من بعض الأصول والاستثمارات التي يتأكد عدم جدوى الاحتفاظ بها.
- تخفيض عدد حسابات المنشأة بالبنوك بهدف تخفيض قيمة الأرصدة النقدية الدنيا التي يتحتم الاحتفاظ بهـ.ا في كل بنك.
- دفع العملاء في اتجاه سداد مستحقات المنشأة.
- وضع نظام جديد للرقابة على حركة النقدية الداخلـ.ة بفروع المنشأة وذلك من خلال وضع نظام معلومات فعال ونظام اتصال فعال.
- إنشاء مراكز تحصيل فرعية في الأقاليم التي توجـ.د بها فروع للمنشأة وذلك بهدف اختصار المدة الزمنية ما بين إرسال العميل للمـ.ستحقات بالبريـ.د وبـ.ين تحصيلها بالمركز الرئيسي.
- وضع نظام فعال للبريد يساعد على سرعة فتح البريد الوارد لاحتمال احتوائه على شيكات.

الاتجاه الثاني: تحجيم التدفقات النقدية الخارجة:

وذلك من خلال بعض أو كل الوسائل التالية:

- إحكام نظام الرقابة على التدفقات النقدية الخارجة في اتجاه إبطاء السداد وذلك داخل إطـار قـانوني دون إحداث تأثير سلبي على سمعة المنـشأة ومركزهـا المالي.
- الاستفادة من خصم تعجيل الدفع الممنوح للمنشأة من الموردين.
- مراعاة الدقة الشديدة في مواعيد السداد لضمان عدم السداد قبل التاريخ المسموح به وضمان عدم الـسداد بعده لتلافي تحمل المنشأة لأية فوائد إضـافية علـى التأخير.
- استخدام الحوالات بدلاً من الشيكات العاديـة حيـث ترتبط الحوالات بأهمية أخذ موافقة المسحوب عليـه قبل الصرف من البنك، الأمر الذي يتـيح للمنـشأة فرصة تغطية الرصيد؛ وذلك لتجنب تجميـد مبـالغ نقدية بالبنك لمواجهة عمليات السداد للدائنين.
- إمكانية استخدام أسـلوب الرصـيد النقـدي العـائم Floating والذي يتمثل في الفرق بـين الـشيكات الصادرة للدائنين وبين رصيد المنشأة بالبنك.

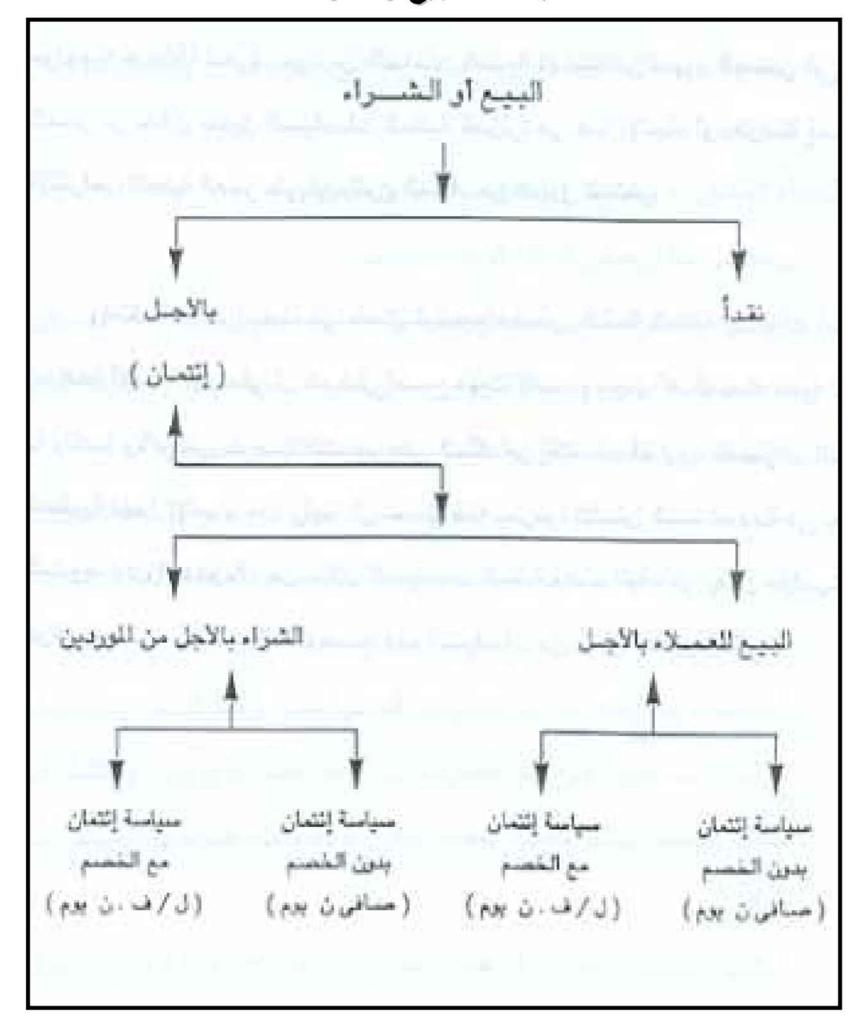
الاحتمال الثالث والأخير:

إمكانية ظهور صافي الرصيد النقدي المتوقع بقيم متباينة خلال شهور الخطة حيث يظهر في بعضها بقيم سالبة وفـ.ي بعضها الآخر بقيم موجبة، وهو الأمر الذي يمكن مواجهتـ.ه بمحاولة تحريك جزء من التدفقات النقدية الداخلة من شـ.هور الفائض إلى شهور العجز من خلال تعديل السياسات الماليـ.ة المؤثرة في هذا الاتجاه أو بدراسـ.ة احتمـ.الات الافتـ.راض لتغطية العجز على أن يكون السداد من شهور الفائض.

ونعتقد أننا قد أسهبنا في مجال توضيح مضمون الخطـ.ة النقدية وخطوات (مراحل) إعدادها، الأمر الـ.ذي يعنـ.ي أن المجال أصبح مهيئاً لاقتحام مجال إعداد خطة نقدية لمنشأة ما ولكننا ولأغراض حرصنا الشديد على التأكد مـ.ن اكتـ.ساب القارئ للمهارات المختلفة المطلوبة لهذا الإعداد فقد رأينا أن نسبق هذا بعرض الأسس المستخدمة في حساب المقبوضات والمدفوعات من خلال السياسات البيعية والشرائية التي يمكن مواجهتها في الواقع العملي، حيـ.ث يمكننـ.ا توضـ.يح هـ.ذه السياسات من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٢)

سياسات البيع والشراء



ويوضح الشكل رقم (٢) أن سياسات البيع أو الشراء تـ.دور في اتجاهين أولهما الاتجاه النقدي وثانيهما الاتجاه الآجل.

وفيما يتعلق بالاتجاه الآجل أو الائتماني فيمكن أن يأخـ.ذ أحد شكلين هما:

. **الائتمان بدون خصم (صافي ن يوم)** حيث تعنـ.ـي (ن) هنا عدد الأيام المكونة لفترة الائتمان الممنوح للعمـ.ـلاء فـ.ـي حالة البيع والممنوح من الموردين للمنشأة في حالة الشراء.

ومن الواضح هنـ.ـا أن التحـ.ـصيل أو الـ.ـسداد لـ.ـن يـ.ـتم وبالضرورة إلا في نهاية هذه الفترة.

. **الائتمان مع الخصم (ل/ ف . ن . يوم)** حيث تعنـ.ـي (ن) هنا فترة الائتمان الممنوحة للعملاء فـ.ـي حالـ.ـة البيـ.ـع والممنوحة من الموردين للمنشأة في حالة الشراء.

وتعني (ف) فترة الاستفادة من الخصم، وتعني (ل) معدل الخصم والذي يعكس معدل الخصم المرتبط بتعجيل الدفع في حالة البيع ويعكس معدلاً للخصم المسموح في حالة الشراء.

ويمكننا إضفاء مزيد من التوضيح إذا ما حولنا الرمـ.ـوز المستخدمة هذه إلى أرقام كما يلي: (٥/ ٢٠ . صـ.ـافي ٦٠ يوما) ماذا تعني هذه السياسة؟

إذا كانت هذه السياسة تعكس سياسة بيعية آجلة فتعني أن المنشأة تقول لكل عميل من عملائها عند إتمام صفقة البيـع الآجل أنك تملك فرصة الاختيار بين بديلين للسداد أولهمـا: السداد بحد أقصى ٢٠ يوما من تاريخ البيع أو مـن تـاريخ إرسال الفواتير أو من تاريخ وصول البضاعة حسب الاتفاق لتحصل على خصم نقدي بمعدل ٥ % من قيمة مـشترياتك وثانيهما: سداد القيمة كاملة بحد أقصى ٦٠ يوما من تـاريخ البيع أو من تاريخ إرسال الفواتير أو مـن تـاريخ وصـول البضاعة.

وهنا سوف تستعد المنشأة لاستقبال فئـة العمـلاء التـي ستقرر الاستفادة من الخصم في نهاية اليوم العشرين وتستعد أيضا لاستقبال فئة العملاء الأخرى التي سـتقرر الاسـتفادة بفترة الائتمان بأكملها في نهاية اليوم الستين، الأمـر الـذي يعني أن المنشأة هنا لا تمتلك القرار ولكن الذي يمتلكه هـو العميل.

أما إذا كانت السياسة المذكورة تعكس سياسة شراء آجـل فتعني أن المورد يعلن المنشأة عند إتمام صـفقة الـشراء أن بإمكانها السداد بحد أقصى ٢٠ يوما من تاريخ الشراء أو من

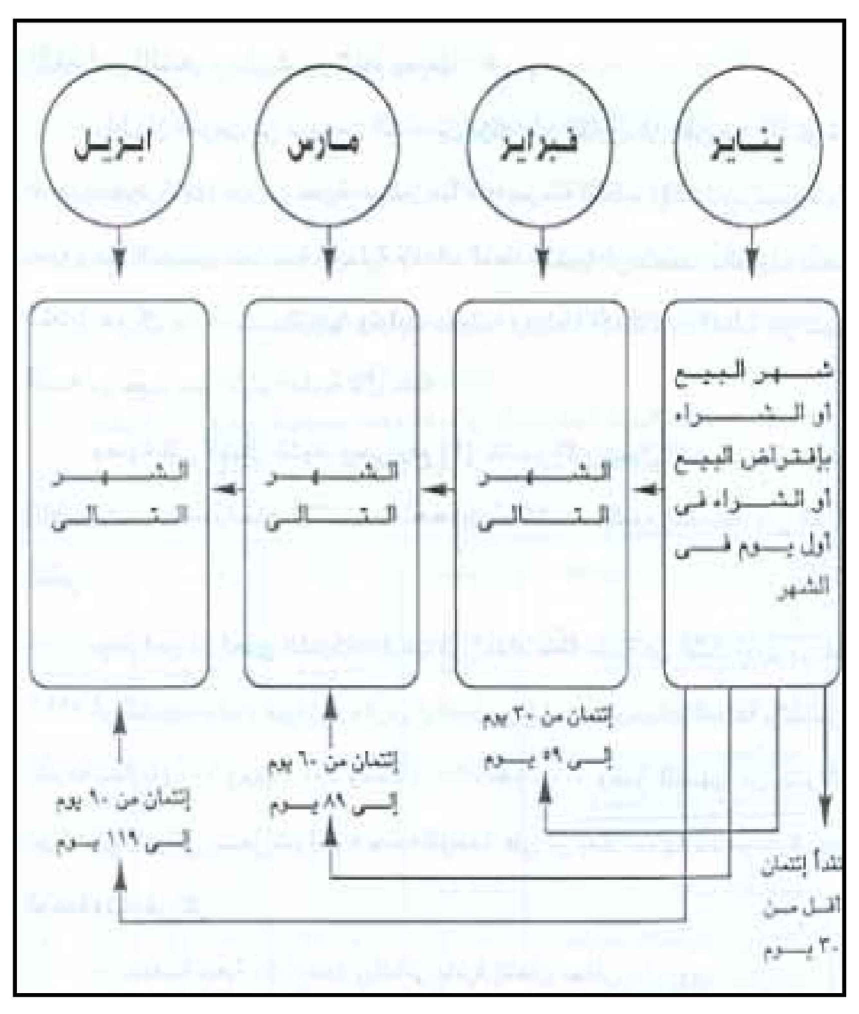
تاريخ إرسال الفواتير أو من تاريخ وصول البضاعة حـ.سب الاتفاق لتحصل على خصم نقدي بمعـ.دل ٥ % وبإمكانهـ.ا أيضا التضحية بهذا الخصم وسداد القيمة كاملة في نهاية فترة الائتمان (٦٠ يوما) ومن الواضح أن الأمر هنا يختلف حيث تمتلك المنشأة القرار المرتبط بالمفاضلة بين البديلين واختيار أحدهما حسب ظروفها الخاصة.

وبعد هذا التوضيح لسياسات البيع والشراء يظل المجـ.ال شاغرا للتساؤل عن كيفية تطبيق هذه السياسات عمليا؟ وهـ.و الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

ومن الواضح أن الأسس الموضحة بالشكل السابق تقـ.وم على افتراضين أساسيين هما:

شكل رقم (٣)

أسس حساب المقبوضات والمدفوعات المتوقعة



إلى الفهرس

ومن الواضح أن الأسس الموضحة بالشكل السابق تقـوم على افتراضين أساسيين هما: .

الافتراض الأول: أن الشراء أو البيع يتم في اليـوم الأول من الشهر.

الافتراض الثاني: أن شهور العام جميعها ٣٠ يوما.

وقبل أن نخوض في مزيد من التفاصيل نؤكد على القارئ أن الفروض المذكورة لا تتعدى مجرد كونها فروضا نظرية نجتاز بها معه مرحلة التعليم واكتساب المهـارة وأن عليـه وعند التصدي للممارسة العملية لإعداد الخطـة النقديـة أن يتصف بالمرونة بمعنى التعامل مع كل حالة حسب ظروفهـا وتوقيت حدوثها ومراعاة الاختلافات الفعلية بين شهور السنة من حيث عدد الأيام المكونة لكل منها.

وعودة إلى الشكل التوضيحي رقم (٣) نقتحم الآن مجـال التدريب على مهارة التطبيق العملـي لـسياسات الائتمـان والتحصيل أو الشراء والبيع اعتمادا على المثال التالي:

بافتراض أن إحدى الشركات ترغب في إعداد خطة نقدية عن الثلث الأول من عام ١٩٩٦ أي للشهور يناير/ فبرايـر/ مارس/ أبريل وتبلغ عدد الوحدات المباعة والمشتراة (شركة

تجارية) ١٠٠ وحدة، ٤٠٠ وحدة، ٥٠٠ وحدة، ٦٠٠ وحـدة للشهور من يناير إلى أبريل على التوالي بـسعر شـراء ٥٠ جنيها للوحدة على أن يعاد بيعها بسعر ١٠٠ جنيـه للوحـدة وذلك في ظل:

- سياسة بيعية ٤٠ % نقدا والباقي بفترة ائتمان صافي ٥٠ يوما.
- سياسة الشراء بفترة ائتمان صافي ٦٠ يوما.

وبمراجعة محتويات الشكل رقم (٣) والـسابق عرضـه يمكننا التأكد على ما يلي:

بالنسبة لقيمة المبيعات الشهرية سـيتم تحـصيلها علـى مرحلتين هما:

الأولى: ٤٠ % من قيمة مبيعات الشهر نقدا ويتم تحـصيلها في نفس شهر البيع.

الثانية: ٦٠ % من قيمة مبيعات الشهر آجلة بفتـرة ائتمـان ٥٠ يوما ويتم تحصيلها في الشهر التـالي مباشـرة لشهر البيع.

. وبالنسبة لقيمة المشتريات الشهرية سيتم سـدادها فـي الشهر الثالث من شهر الشراء أي أن مشتريات يناير سـيتم

سدادها في مارس ومشتريات فبراير يتم سدادها في أبريل..

وهكذا، ويمكننا ترجمة ما سبق في الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

حسابات قيمة المقبوضات والمدفوعات بسياسة بيعية ٤٠ % نقدا والباقي بفترة ائتمان ٥٠ يوما وبسياسة شراء صافي ٦٠ يوما

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة / بيان	يناير	فبراير	مارس	أبريل
عدد وحدات مشتراة ومباعة	١٠٠ وحدة	٤٠٠ وحدة	٥٠٠ وحدة	٦٠٠ وحدة
قيمة المشتريات	٥٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٥,٠٠٠	٣٠,٠٠٠
قيمة المبيعات	١٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
بالنسبة لمقبوضات المبيعات				
متحصلات نقدية				
متحصلات آجلة	٤٠٠٠	١٦,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
إجمالي مقبوضات مبيعات	٦٠,٠٠٠	٦,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	٣٠,٠٠٠
مدفوعات المشتريات	٤,٠٠٠	٢٢,٠٠٠	٤٤,٠٠٠	٥٤٠٠٠
إجمالي مدفوعات مشتريات				
	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
	.	.	٥,٠٠٠	٢٠,٠٠٠

إلى الفهرس

الواقع أن الحسابات السابقة والتي يتضمنها الجدول السابق قد بنيت على افتراض أساسي يتمثل فـ ـي أن المنـ ـشأة تعـ ـد الخطة النقدية هذه لأول مرة وأن هذه المنشأة جديد وسـ ـتبدأ أعمالها مع بداية عام ١٩٩٦، ولكن الأمر سيكون مختلفاً فيما لو كانت هذه المنشأة تمارس أعمالها منذ سنوات سابقة الأمر الذي يحتم علينا وبالضرورة أهمية التعامل مع أحداث سابقة في عام ١٩٩٥ والمتمثلة في نشاطي الشراء والبيع لـ ـشهري نوفمبر وديسمبر عام ١٩٩٥ حيث نفترض أن عدد الوحدات المشتراة والمعاد بيعها ٨٠٠ وحدة، ١٠٠٠ وحـ ـدة لـ ـشهري نوفمبر وديسمبر على التوالي حيث تبلغ قيمـ ـة المـ ـشتريات ٤٠,٠٠٠ جنيه، ٥٠,٠٠٠ جنيه على التوالي وتبلـ ـغ قيمـ ـة المبيعات ٨٠,٠٠٠ جنيه، ١٠٠,٠٠٠ جنيه علـ ـى التـ ـوالي أيضا.

وبالنسبة لمقبوضات المبيعات والمرتبطة بالسياسة البيعية السابق التعامل معها فسيتم تحصيل ٦٠ % من قيمة مبيعات ديسمبر ١٩٩٥ الآجلة في شهر يناير ١٩٩٦ والتي وضعناها داخل إطار محدد لتصبح قيمة مقبوضات المبيعات المتوقعـ ـة لشهر يناير ١٩٩٦ ٦٤,٠٠٠ جنيه بدلاً مـ ـن ٤٠٠٠ جنيـ ـه

فقط، وكذلك الحال بالنسبة لمشتريات شهري نوفمبر وديسمبر ١٩٩٥ والتي تبلغ ٤٠,٠٠٠ جنيه، ٥٠,٠٠٠ جنيـه علـى التوالي حيث تحتم سياسة الائتمان (صافي ٦٠ يوما) أن يـتم سداد قيمة مشتريات نوفمبر ١٩٩٥ في شهر ينـاير ١٩٩٦ وسداد قيمة مشتريات ديسمبر ١٩٩٥ في شهر فبراير ١٩٩٦ والتي قمنا بوضعها أيضا داخل إطـار محـدد لمزيـد مـن التوضيح حيث تصبح قيمة إجمالي مـدفوعات المـشتريات المتوقعة لشهر يناير ١٩٩٦ ٤٠,٠٠٠ جنيه بدلاً من صـفر، وتصبح قيمة إجمالي مدفوعات المشتريات المتوقعـة لـشهر فبراير ١٩٩٦ ٥٠,٠٠٠ جنيه بدلاً من صفر.

وفي اتجاه السعي وراء اكتساب القارئ لمزيد من المهارة نعيد التعامل مع الحالة السابقة مع تغييـر سياسـتي البيـع والشراء على النحو التالي:

- السياسة البيعية ١٠/ ٢٠ . صافي ٦٠ يوم حيث من المتوقع أن يستفيد ٣٠ % من العملاء من الخصم.
- السياسة الائتمانية للموردين ١٥/ ٣٠ . صافي ٩٠ يوم حيث قررت إدارة الشركة الاستفادة مـن فتـرة الائتمان بكاملها.

وبمراجعة محتويات الشكل رقم (٣) والسابق عرضه يمكننا التأكيد على ما يلي:

. بالنسبة لقيمة المبيعات الشهرية سيتم تحصيلها على مرحلتين هما:

الأولى: ٣٠ % من قيمة مبيعات الشهر سيتم تحصيلها في نفس شهر البيع مطروحا منها ١٠ % من قيمتها (قيمة المبيعات الشهرية × ٣٠ % × ٩٠ %).

الثانية: ٧٠ % من قيمة مبيعات الشهر سيتم تحصيلها في الشهر الثالث من شهر البيع وبكامل قيمتها.

. وبالنسبة لقيمة المشتريات الشهرية:

سيتم سدادها في الشهر الرابع من شهر الشراء وبكامل قيمتها.

ويمكننا ترجمة ما سبق في الجدول التالي:

إلى الفهرس

جدول رقم (٦)

حسابات قيمة المقبوضات والمدفوعات بسياسة بيعية ١٠/ ٢٠ . صافي ٦٠ يوم وبسياسة شراء ١٥/ ٣٠ . صافي ٩٠ يوم

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل
عدد وحدات مشتراة ومباعة	١٠٠ وحدة	٤٠٠ وحدة	٥٠٠ وحدة	٦٠٠ وحدة
قيمة المشتريات	٥٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٥,٠٠٠	٣٠,٠٠٠
قيمة المبيعات	١٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
بالنسبة لمقبوضات المبيعات				
متحصلات بخصم	٢٧٠٠	١٠,٨٠٠	١٣,٥٠٠	١٦,٢٠٠
متحصلات بدون خصم	٥٦,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٧٠٠٠	٢٨,٠٠٠
	من نوفمبر ٩٥	من ديسمبر ٩٥		
إجمالي مقبوضات مبيعات شهرية متوقعة	٢٧٠٠	١٨٨٠٠	٢٠,٥٠٠	٤٤,٢٠٠
	٣٥,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠٠٠
مدفوعات المشتريات الشهرية المتوقعة	ثمن مشتريات	ثمن مشتريات	ثمن	
	أكتوبر	نوفمبر	مشتريات ديسمبر ٩٥	
	٩٥	٩٥	..	
إجمالي مدفوعات مشتريات شهرية متوقعة	..	..		٥٠٠٠

ومن الواضح أيضا وكما سبق أن ناقشنا محتويات الجدول رقم (٥) أن الحسابات التي يتضمنها الجدول السابق رقم (٦) قد بنيت على افتراض أساسي يتمثل في أن المنشأة تعد هـ.ذه الخطة النقدية لأول مرة وأنها تبدأ أعمالها مع بداي.ة ع.ام

إلى الفهرس

١٩٩٦ والذي انعكس في عدم اهتمامنا بنشاط الشراء والبيع قبل هذا التاريخ، وبالتالي فقد تم تحصيل مبيعات شهر يناير في نفس الشهر والجزء الآخر في شهر مارس.. وهكذا في الوقت الذي تعاملنا فيه مع مدفوعات المشتريات على أساس استفادة المنشأة من فترة الائتمان بأكملها الأمر الذي حتم علينا سداد قيمة مشتريات يناير في شهر أبريل في الوقت الذي سيتم فيه سداد قيمة مشتريات فبراير ومارس وأبريل خارج هذه الخطة.

ومن الواضح أننا قد أوضحنا الموقف فيما لو كانت هذه المنشأة تمارس أعمالها منذ سنوات سابقة وذلك من خلال تعاملنا مع الشهور الثلاثة الأخيرة من عام ١٩٩٥ بافتراض أن عدد الوحدات المشتراة والمعاد بيعها ٧٠٠ وحدة، ٨٠٠ وحدة، ١٠٠٠ وحدة للشهور أكتوبر ونوفمبر وديسمبر.

ونعتقد أن الأمور المرتبطة بهذه المهارة قد تم حسمها وأن المجال الآن أصبح مهيئًا للتعامل مع حالة شاملة وذلك على النحو التالي:

هل يمكنك مساعدة الشركة المتحدة لإنتاج الورق في إعداد خطة نقدية عن النصف الأول من عام ١٩٩٦ في ضوء البيانات التالية:

- قيمة المبيعات المتوقعة ٢٠,٠٠٠ وحدة شهريا، ٣٠,٠٠٠ وحدة شهريا، ١٠,٠٠٠ وحدة شهريا من الثلث الأول إلى الثلث الأخير من العام (يتكرر هذا الموقف منذ عام ١٩٩٤).
- سعر بيع الوحدة من الإنتاج التام ٥٠ جنيها.
- سياسة الائتمان ١٠/ ٣٠ . صافي ٩٠ يوما ومن المتوقع أن ٢٠ % من العملاء يستفيدون من الخصم.
- إهلاك شهري ٥٠٠ جنيه.
- الديون المعدومة تمثل ١ % من قيمة المبيعات الآجلة.
- تمثل المادة الخام ٤٠ % من قيمة الإنتاج الشهري بشرط سداد صافي ٣٠ يوما.
- تمثل مستلزمات الإنتاج ١٠% من قيمة الإنتاج الشهري وتسدد نقدا.

- من المخطط شراء آلات جديدة في شهر مارس ٩٦ بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه بشرط سداد صافي ٦٠ يوما.
- مصروفات حملة إعلانية تبـدأ لأول مـرة بـشرط صافي ٥٥ يوما قيمتها ١٠٠٠ جنيه شهريا.
- ضرائب مستحقة ٣٠,٠٠٠ جنيه تسدد في مايو ٩٦.
- مصروفات بيعية وإدارية ٥ % من المبيعات.
- الأجور والمهايا الشهرية ١٠٠,٠٠٠ جنيه.
- إيجار مخازن شهرية ٥٠٠ جنيه.
- توزيعات أرباح على العاملين ٥٠,٠٠٠ جنيه تتكرر في شهري مايو وسبتمبر من كل عام.
- عائد استثمارات خارجية ٤٠,٠٠٠ جنيه تحصل في أبريل ٩٦.
- رصيد النقدية أول يناير ٩٦ مبلـغ ٢٠,٠٠٠ جنيـه (رصيد آخر ديسمبر ١٩٩٥).
- الحد الأدنى لرصيد النقدية الشهرية ٥٠,٠٠٠ جنيه.

والواقع أن البيانات المذكورة يتم الحـصول عليهـا مـن إدارات مختلفة في المنشأة، الأمر الذي يجعل من الحـصول عليها بشكل معين وبترتيب محدد مجرد افتـراض نظـري

وعلى ذلك يجب على من يتصدى للتخطيط للنقدية أن يعيد تبويبها بشكل معين يتضمنه الجدول التالي.

جدول رقم (٧)

إعادة تبويب البيانات المطلوبة لإعداد الخطة النقدية

بيان / شهور	بيانات لتقدير المقبوضات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير صافي الرصيد النقدي المتوقع	
	مقبوضات مبيعات	مقبوضات أخرى	مدفوعات مشتريات	مدفوعات أخرى	رصيد نقدية أول الشهر	حد أدنى للنقدية
شهور الخطة	قيمة المبيعات	مبالغ استثمارات خارجية ٤٠,٠٠٠ جنيه في ابريل	• مواد خام ٤٠٪ من قيمة المبيعات (سداد صافي ٣٠ يوم) • مستلزمات انتاج ١٠٪ من القيمة البيعية تسدد نقداً	• شراء آلات بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه في مارس تسدد في مايو • حملة إعلانية ١٠٠٠ جنيه شهرياً سداد ٣٠ يوم • ضرائب مستحقة ٣٠,٠٠٠ جنيه تسدد في مايو • مصروفات بيعية وإدارية ٥٪ من المبيعات تسدد نقداً • أجور شهرية ١٠٠,٠٠٠ جنيه • إيجار مخازن ٥٠٠ ج شهرياً • توزيعات أرباح ٥٠,٠٠٠ ج في مايو	٢٠,٠٠٠ جنيه رصيد أول يناير ٩٦	٤٠,٠٠٠ ج شهرياً
يناير	٢٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
فبراير	٢٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
مارس	٢٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
ابريل	٢٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
مايو	٢٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
يونيو ٩٦	٣٠,٠٠٠ × ٤٠ج سياسة الائتمان ٣٠/١٠ – صافي ٩٠ يوم ٢٠٪ ٨٠٪ ١٠٪					
شهور سابقة للخطة						
اكتوبر	١٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
نوفمبر	١٠,٠٠٠ × ٤٠ج					
ديسمبر ٩٥	١٠,٠٠٠ × ٤٠ج					

ويلاحظ أننا لم ندرج بعض البيانات التي حصلنا عليها ضمن محتويات الجدول السابق والمتمثلة في:

- الإهلاك الشهري لأنه لا يمثل تدفقاً نقديا ولكنه مجرد قيد دفتري لتسوية حسابات الأصول.
- توزيعات الأرباح في شهر سبتمبر لأنه خارج نطاق الخطة موضع الإعداد.

ويلاحظ أيضا أننا قد أوردنا ضمن محتويـات الجـدول السابق المبيعات السابقة والخاصة بالشهور الثلاثة الأخيـرة من عام ١٩٩٥ وذلك لأن سياسة الائتمـان التـي تطبقهـا الشركة في تحصيل مبيعاتهـا الـشهرية وهـي ١٠/ ٣٠ . صافي ٩٠ يوم ستحتم ما يلي:

- تحصيل ٢٠ % مـن مبيعـات ديـسمبر ٩٥ بعـد استقطاع الخصم في شهر يناير ٩٦.
- تحصيل ٨٠ % من مبيعات أكتوبر ٩٥ بعد استبعاد الديون المعدومة في يناير ٩٦.
- تحصيل ٨٠ % من مبيعات نوفمبر ٩٥ بعد استبعاد الديون المعدومة في فبراير ٩٦.

• تحصيل ٨٠ % من مبيعات ديسمبر ٩٥ بعد استبعاد الديون المعدومة في مارس ٩٩٦.

والآن عزيزي القارئ فلنتجه إلـ ـى الخطـ ـوات المتتابعـ ـة لإعداد الخطة النقدية المطلوبة.

الخطـ ـوة الأولـ ـى: تقـ ـدير المقبوضـ ـات الـ ـشهرية المتوقعة:

يتم تقدير المقبوضات الشهرية المتوقعة من خلال إعـ ـداد الجدول التالي:

جدول رقم (٨)

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
قيمـ ـ ـة المبيعات الـ ..شهرية المتوقعة	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠٠	١٥٠٠٠,٠٠٠	١٥٠٠,٠٠٠٠٠	١٥٠٠,٠٠٠
متحصلات مبيعـ ـ ـات بخـ ـ ـصم (قيمـ ـ ـة	٩٠٠٠٠ من ديسمبر	١٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠٠	١٨٠,٠٠٠٠	٢٧٠,٠٠٠٠

المبيعات × ٢٠ % × ٩٠ %) متحصلات مبيعات بدون خصم (قيمة المبيعات × ٨٠ % × ٩٩ %) عائد استثمارات خارجية	٩٥ ٣٩٦٠٠٠ من أكتوبر ٩٥	٣٩٦٠٠٠٠ من نوفمبر ٩٥	٣٩٦٠٠٠ من ديسمبر ٩٥	٧٩٢٠٠٠٠	٧٩٢٠٠٠	٧٩٢٠٠٠
إجمالي مقبوضات شهرية متدفقة	٤٨٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	١٠١٢٠٠٠	٩٧٢٠٠٠	١٠٦٢٠٠٠

والآن تبدأ في إعداد الخطوة الثانية والتي يتضمنها الجدول التالي:

الخطوة الثانية: تقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة.

إلى الفهرس

جدول رقم (٩)

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
قيمة مشتريات المادة الخام	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
قيمة مشتريات مستلزمات الإنتاج	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
(أ) مدفوعات المشتريات مدفوعات مادة خام	٢٠٠٠٠٠ ديسمبر ٩٥	٤٠٠٠٠٠ ديسمبر ٩٥	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
مدفوعات مستلزمات إنتاج	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
(ب) مدفوعات أخرى . مشتريات آلات					١٠٠٠٠٠	
. مدفوعات إعلان	.	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
. ضرائب مدفوعة					٣٠,٠٠٠٠	
. مصروفات إدارية وبيعية	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	٧٥٠٠٠
. أجور ومهايا	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
. إيجار مخازن	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠
. توزيعات أرباح					٥٠٠٠	
إجمالي مدفوعات شهرية متوقعة	٤٥٠٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٩٠٦٥٠٠	٩٢٦٥٠٠

الخطوة الثالثة: حساب فـ.ـائض (عجـ.ـز) التـ.ـشغيل المتوقع:

يتم التوصل إلى فائض (عجز) التشغيل المتوقع من خلال المقارنة بين النتائج النهائية لكل من المقبوضات والمدفوعات الشهرية الإجمالية المتوقعة والتي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (١٠)

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
... إجمـ..ـالي مقبوضـ. . ـات شهرية متوقعة	٤٨٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	١٠١٢٠٠٠	٩٧٢٠٠٠	١٠٦٢٠٠٠
... إجمـ..ـالي مـ. . .دفوعات شهرية متوقعة	٤٥٠٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٩٠٦٥٠٠	٩٢٦٥٠٠
فائض (عجـ.ـز) تشغيل متوقع	٣٥٥٠٠	(٧٥٥٠٠)	(٧٥٥٠٠)	٣٦٠٥٠٠	٦٥٥٠٠	١٣٥٥٠٠

والآن نبدأ في إعداد الخطوة الرابعة والمرتبطة بحـ.ـساب صافي الرصيد النقدي المتوقع والتي يتضمنها الجدول التالي:

الخطوة الرابعة حـ.ـساب صـ.ـافي الرصـ.ـيد النقـ.ـدي المتوقع:

جدول رقم (١١)

بيان بحساب صافي الرصيد النقدي المتوقع

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة بيان	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
فائض (عجز) تشغيل متوقع	٣٥٥٠٠	(٧٥٥٠٠)	(٧٥٥٠٠)	٣٦٠٥٠٠	٦٥٥٠٠	١٣٥٥٠٠
رصيد النقدية أول الشهر	٢٠٠٠٠	٥٥٥٥٠٠	(٢٠٠٠٠)	(٩٥٥٠٠)	٢٦٥٠٠٠	٣٣٠٥٠٠
رصيد النقدية آخر الشهر	٥٥٥٠٠	(٢٠,٠٠٠)	(٩٥٥٠٠)	٢٦٥٠٠٠	٣٣٠٥٠٠	٤٦٦٠٠٠
(الحد الأدنى لرصيد النقدية الشهرية)	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠
صافي الرصيد النقدي المتوقع	٥٥٠٠	(٧٠٠٠٠)	(١٤٥٥٠٠)	٢١٥٠٠٠	٢٨٠٠٠٠	٤١٦٠٠٠

ومن الواضح الآن أن صافي الرصيد النقدي المتوقع يتباين خلال شهور الخطة بين القيم الموجبة والقيم السالبة، ولكن وبالمقارنة الكمية بينهما يتبين أن إجمالي القيم الموجبة أكبر من إجمالي القيم السالبة الأمر الذي يعني وفي التحليل النهائي أن هذه الشركة يجب أن تتجه إلى دراسات الاحتمالات البديلة التالية: .

- محاولة تحريك جزء من التدفقات النقدية الداخلة من شهور الفائض (من أبريل إلى يونيه) إلى شهور

العجز وذلك من خلال تعـديل الـسياسات الماليـة المؤثرة في هذا الاتجاه.

- الاقتراض المصرفي لمبلغ قدره ٢١٥,٠٠٠ جنيه مع بداية شهر فبراير ١٩٩٦ على أن يتم سداده في نهاية شهر أبريل من خلال رصيده النقدي المتوقع.

وفي التحليل النهائي وبعد إقرار أي من البديلين الـسابق طرحهما يتأكد أن هذه الشركة ستعاني في النصف الأول من عام ١٩٩٦ من تراكم أرصدة نقدية معطلة قدرها ٧٠١,٠٠٠ جنيه، الأمر الذي يحتم دراسة وإعداد برنامج مسبق لاستثمار هذا المبلغ وخاصة في الأوراق المالية والذي يمثل العنـصر الذي نعرض له في الجزء التالي:

إلى الفهرس

ثالثًا . إدارة الاستثمار في الأوراق المالية:

الواقع أن هذه الجزئية من استثمارات المنشأة والمرتبط.ة بالأوراق المالية والتي تمثل أحد عناصر رأس المال العام.ل أو الاستثمارات قصيرة الأجل تستوعب مؤلفًا بأكمله أو على الأقل وعند اختصارها فسوف تستوعب فصلاً كاملاً من هذا الكتاب ولكن الملاحظ هنا أنها تدخل ضمن محتويات ف.صل واحد الأمر الذي يسبب لنا في هذه المرحل.ة م.ن الت.أليف الكثير من الجهد النفسي والعصبي والمتمثل في رغبتنا ف.ي إحاطة القارئ بكل التفاصيل المرتبطة بهذا الاستثمار اله.ام داخل إطار محدود من الصفحات والت.ي تعك.س الأهمي.ة النسبية للموضوعات العديدة التي يحويها هذا الكتاب.

وفي محاولة للخروج من هذا المأزق أمكننا حصر تناولنا لهذا الموضوع داخل حدود العناصر التالية:

أ- الأوراق المالية وأنواعها.

ب-القواعد الأساسية الحاكمة للاس.تثمار ف.ي الأوراق المالية.

ج- تقويم الاستثمار في الأوراق المالية.

وسنحاول قدر الإمكان عرض العناصر الثلاثة المـ.ذكورة بصور موجزة على النحو التالي:

أ . الأوراق المالية وأنواعها:

يمثل كل من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market تلك الأماكن المنظمـ.ة [١] لالتقـ.اء طرفي التعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجـ.ل وطويلـ.ة الأجل على التوالي لبيع وشراء مجموعة الأدوات الماليـ.ة أو الأوراق المالية بغرض التمويل والاستثمار.

ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقـ.ات المتداخلـ.ة بـ.ين طرفي التعامل سواء داخل سوق النقد أو سوق رأس المال.

---

[1] – تخرج الأسواق المالية عن نطاق اهتمامنا في هذا الكتاب، وذلـ.ك فيما يتعلق بالإسهاب التفصيلي في أنواعها وتقسيماتها.

جدول رقم (١٢)

مجالات المقارنة/ طرفي التعامل	البائع	المشتري
(١) نوعية المتعامل	الشركات	الشركات والأفراد
(٢) هدف التعامل	تدبير مـ.صادر التمويـ.ل اللازمة لممارسة النـ.شاط وتكوين الهياكل التمويلية	توجيه الفوائض النقديـ.ة للاستثمار وتكوين محافظ الاستثمار
(٣) الأثر المتوقـ.ع بعـ.د التعامل	. تحمل تكلفة تمويلية. . تحمـ.ل درجـ.ة مـ.ن المخاطرة المالية.	. توقـ.ع تحقيـ.ق عائـ.د مقبول على الاستثمار. . تحمـ.ل درجـ.ة مـ.ن المخـ.ـاطر (مخـ.ـاطر الاستثمار).
(٤) محور الاهتمام	تدنية تكلفة التمويل. . تدنية هيكل المخاطرة	. تعظيم العائـ.د علـ.ى الاستثمار. . تدنية مخاطر الاستثمار إلى أدنى حد ممكن.
(٥) الهـ.ـدف المـ.ـالي المحوري	تعظيم القيمة (تنظيم ثروة المساهمين.	تعظيم القيمة (تعظيم ثروة المستثمرين)

ومن الجدول التوضيحي السابق يمكننا التأكيد على اتجـ.اه الشركات والأفراد إلى الأسواق الماليـ.ة للتعامـ.ل المتـ.داخل داخل نطاقها، حيث تسعى الشركات إلى إصدار مجموعة من الأدوات المالية بهدف تكوين هياكلهـ.ا التمويليـ.ة، وتمويـ.ل مشروعاتها وفرصها الاستثمارية من خلال متحصلات بيـ.ع

هذه الأدوات بسعر مقبول، في الوقت الذي يسعى فيه الأفراد والشركات أيضا إلى توجيه مدخراتهم وفوائض أموالهم إلـى شراء ذات الأوراق المالية توقعا لتحقيق عائد مقبـول فـي المستقبل.

والواقع أن الأوراق المالية والتي يمكن من خلالها تكوين الهياكل التمويلية للشركات المصدرة لهـا والمكونـة كـذلك لمحافظ الاستثمار التي يكونها المستثمرون والشركات تتصف بالتعدد والتنوع تعرضنا بشكل مفصل لثلاثة أنواع منها فـي الفصلين الثاني والثالث من هذا الكتاب وهي:

- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.
- السندات غير الحكومية.

والواقع أن هذه الأدوات المالية الـثلاث تمثـل مجـالات استثمار طويل الأجل وفي نفس الوقت مصادر تمويل طويلة الأجل من منظور الشركات المصدرة لها كما سبق أن ذكرنا وبالتالي يتم تداولها داخل نطاق أسواق رأس المال.

وأما الأنواع الأخرى من الأوراق المالية فهي على النحو التالي:

إلى الفهرس

١ . مكونات المديونية الحكومية:

هي تلك الصكوك أو الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة ويثبت من خلالها ديناً لمشتريها للحكومة التي تصدر هذه الصكوك وأكثرها استخداما أذون الخزانة والتي يتم استخدامها من جهة الحكومة كأداة لتمويل العجز في الميزانية الدولة.

وتثبت هذه الأوراق أن لحاملها مبلغا معينا لدى الحكومة ولفترة تتراوح ما بين ثلاثة شهور وسنة ولا يحصل مشترو هذه الأذون على عائد دوري ثابت أو محدد ويقتصر الأمر على بيعها بأقل من قيمتها الاسمية حيث يمثل هذا الانخفاض العائد الذي يحصل عليه المشتري حيث يحصل في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية لإذن الخزانة والذي يزيد على القيمة التي دفعها بالفعل. هذا ويمكن في بعض الحالات أن تلجأ الحكومة إلى إصدار صكوك مديونية طويلة الأجل تزيد فترة استحقاقها على السنة ويمكن أن تصل إلى عشر سنوات

أو أكثر وهنا تلتزم الحكومة بدفع فوائد سنوية ثابتة منخفضة القيمة نظرا لانعدام خطورة الاستثمار فيها تقريبا [١].

٢ . الأوراق المالية القابلة للتحويـ.ل Convertible securities:

وتعني الأسهم الممتازة والسندات التي تتمتع بميزة إضافية ينص عليها وقت الإصدار تتمثل في حـ.ق مـ.شتريها فـ.ي تحويلها إلى أسهم عادية مستقبلاً بمعنى إمكانيـ.ة اسـ.تبدالها بأسهم عادية حسب الأسعار الجارية لها وقـ.ت التحويـ.ل أو الاستبدال، كل ذلك في اتجاه حث المستثمرين على شراء تلك الأوراق.

٣ . حقوق الشراء والبيع Options:

يمكن أن يطلق على هذه الحقوق اصطلاح الأوراق المالية المشتقة Drivate securites والتي غالبا ما ترتبط بالأسهم على الرغم من إمكانية ارتباطها أيضا بالـ.سندات أو بعـ.ض السلع أو العملات الأجنبية.

---

[1] – د. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، القاهرة ١٩٩٤، بدون ناشر، ص ٢٠.

وتعني هذه الحقوق علاقة ملزمة بـ.ين ط.رفين أحـ.دهما مشتري الحق، والآخر بائع أو مصدر الحق؛ حيث يتم توثيق هذه العلاقة في صورة عقد يتم إبرامه بين ط.رفين أولهمـ.ا المشتري ويتيح له العقد الحق في شراء أو بيع استثمار معين بسعر معين خلال فترة محددة يلتزم ثانيهما وهو البائع بتلبية رغبة الطرف الأول.

هذا ويمكننا تقسيم هذه الحقوق إلى نوعين هما:

٣/ ١ . Options:

ونقصد بها تلك الحقوق التي يصدرها المـ.ستثمرون فـ.ي صورة عقود يتم إبرامها فيما بينهم دون أية علاقة بالـ.شركة المصدرة للأوراق المالية محل التعاقد والتي يمكن أن تأخـ.ذ اتجاه حقوق الشراء أو اتجاه حقوق البيع حيث نجد أن حـ.ق الشراء . Call Option يعكس عقدا بـ.ين ط.رفين مـ.ن المستثمرين يملك أحدهما حق شراء عدد معين من الأسـ.هم بسعر معين خلال فترة محددة أو قبل تاريخ محـ.دد ويلتـ.زم الطرف الآخر بتلبية هذا الطلب داخل الحدود المذكورة وذلك في إطار توقع الطرف المشتري للحق ارتفاع أسعار الأسهم محل التعاقد.

والسؤال الآن أننا في مجال الحـديث عـن مجـال مـن مجالات الاستثمار فأين هذا الاستثمار في الحق المذكور؟

والواقع أن الاستثمار هنا سوف يتحدد بوجود عنـصري التكلفة والعائد حيث إن التكلفة هنا تتحصر فـي مـا يدفعـه صاحب حق الشراء في حين ينحصر العائد في ثمن بيع هذا الحق عند استخدامه وبالتالي فإن صافي الربح المحقق هذـا هو الفرق بين العائد والتكلفة وفي اتجاه توضـيح المفـاهيم المذكورة نسوق إلى القارئ المثال المبسط التالي:

فيما يلي البيانات المدرجة في عقد حق شراء بين اثنـين من المستثمرين:

- عدد الأسهم محل التعاقد ٥٠٠ سهم.
- تاريخ توثيق العقد فبراير ١٩٩٥.
- تاريخ انتهاء الحق ديسمبر ١٩٩٥.
- ثمن حق الشراء ٥ جنيهات لكل سهم.
- سعر الممارسة ٢٠٠ جنيه للسهم الواحد.
- عمولة الوسيط عند استخدام الحق ١٠٠ جنيه.

ومن البيانات المذكورة يمكن لصاحب حـق الـشراء أن يواجه عمليا أحد موقفين هما:

الموقف الأول (موقف محتمل):

أن يتخلى المستثمر صاحب حق الشراء عن استخدام هذا الحق، حيث يحدث هذا الاحتمال إذا رأى المستثمر أن سـ.عر السهم قد انخفض عن سعره وقت الممارسة والمدون بالعقـ.د وليكن إلى ١٠٠ جنيه بدلاً من ٢٠٠ جنيه حيث يتحمل هذ.ا خسارة قدرها ٢٥٠٠ جنيه (عدد الأسهم محل التعاقد × ثمن حق الشراء للسهم الواحد).

الموقف الثاني (موقف محتمل):

أن يمارس المستثمر صاحب حـ.ق الـ.شراء حقـ.ه فـ.ي الممارسة الفعلية لهذا الحق، حيث يحدث هـ.ذا الاحتمـ.ال إذا رأى المستثمر أن سعر السهم قد ارتفع عـ.ن سـ.عره وقـ.ت الممارسة والمدونة بالعقد وليكن إلى ٣٠٠ جنيه بـ.دلاً مـ.ن ٢٠٠ جنيه ليحقق بذلك ربحا صافيا يمكن تحديده بالمعادلـ.ة التالية:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق الشراء = (ثمـ.ن بيـ.ع الأسهم) . (ثمن شراء الأسهم + تكلفة شراء الحق + عمولة الوسيط عند استخدام حق الشراء)

ويمكن تطبيق المعادلة المذكورة في هذه الحالة على النحو التالي:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق الـ.شراء = (٥٠٠ سهم × ٣٠٠ جنيه) . (٥٠٠ سهم × ٢٠٠ جنيـ.ـه + ٥٠٠ سـ.ـهم × ٥ جنيـ.ـه + ١٠٠ جنيـ.ـه) = ١٥,٠٠٠ جنيـ.ـه . ١٠٢٦٠٠ جنيه = ٤٧٤٠٠ جنيه.

وأما فيما يتعلق بحق البيع Put option وهذ.ا يتوق.ع صاحب هذا الحق هبوط أسعار الأسهم محل التعاق.د خ.لال فترة سريان العقد عن أسعارها وقت إبـ.رام وتوثيـ.ق العقـ.د المذكور حيث يلتزم الطرف الآخر بالشراء بالأسعار المحددة وقت إبرام العقد وسيواجه صاحب هذا الحـ.ق أيـ.ضا وفـ.ي الواقع العملي أحد موقفين هما:

الموقف المحتمل الأول:

أن يتخلى المستثمر صاحب حق البيع عن استخدام هـ.ذا الحق إذا رأى أن سعر السهم قد ارتفع عـ.ن سـ.عره وقـ.ت الممارسة والمدونة بالعقد حيث تتحصر خسارته في التكلفـ.ة التي يتحملها مقابل الحصول على هذا الحق (عـ.دد الأسـ.هم محل التعاقد × ثمن حق البيع للسهم الواحد).

الموقف المحتمل الثاني:

أن يمارس المستثمر صاحب حق البيع حقه في الممارسة الفعلية لهذا الحق إذ رأى أن سعر السهم قد انخف.ض ع.ن سعره وقت الممارسة والمدونة بالعقد حيث س.يحقق ربح.ا صافيا يمكن تحديده باستخدام المعادلة التالية:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق البي.ع = (ثم.ن ب.ين الأسهم طبقاً لسعر الممارسة) . (ثمن ش.راء الأس.هم ف.ي السوق + تكلفة شراء حق البي.ع + عمول.ة الوس.يط عن.د استخدام حق البيع)

ولمزيد من التوضيح نتعامل مع المثال التالي:

قام أحد المستثمرين بتوثيق عقد "حق بيع" م.ع م.ستثمر آخر وكانت البيانات المدونة بالعقد على النحو التالي:

- عدد الأسهم محل التعاقد ١٠٠٠ سهم.
- تاريخ انتهاء الحق آخر يونيو ١٩٩٥.
- ثمن حق البيع جنيه واحد لكل سهم.
- سعر الممارسة وقت التعاقد ١٢٠ جنيها للسهم.
- عمولة الوسيط عند استخدام حق البيع ٢٥٠ جنيها.

إلى الفهرس

وفي هذه الحالة وإذا افترضنا أن المستثمر صاحب الحق قد تأكد من عدم دقة توقعاته السابقة بانخفاض أسعار الأسهم في السوق عن سعر الممارسة حيث اتجهت نحـ.و الارتفـ.اع لتصل إلى ٢٠٠ جنيه للسهم. وهنا سوف يتنازل عن ممارسة هذا الحق متحملاً خسارة قدرها ١٠٠٠ جنيه والتي تعكـ.س التكلفة التي تحملها مقابل حصوله على هـ.ذا الحـ.ق (١٠٠٠ سهم × ١ جنيه للسهم).

وفي الاتجاه الآخر وإذا ما تحققـ.ت توقعـ.ات المـ.ستثمر صاحب حق البيع وانخفضت الأسعار السوقية للأسهم محـ.ل التعاقد عما كانت عليه وقت التعاقد لتنخفض إلى ٨٠ جنيهـ.ا للسهم بدلاً من ١٢٠ جنيها للسهم وذلك قبـ.ل آخـ.ر يونيـ.ه ١٩٩٥ وهو تاريخ انتهاء الحق، الأمر الذي يدفع بـ.ه إلـ.ى ممارسة حقه من خلال شراء الأسهم محل التعاقـ.د بالـ.سعر المنخفض ويعيد بيعها للطرف الآخر بالسعر المحـ.دد وقـ.ت التعاقد ليحقق ربحا صافيا نتوصل إليه مـ.ن خـ.لال تطبيـ.ق المعادلة السابق عرضها على النحو التالي:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حـ.ق البيـ.ع = (١٠٠٠ سهم × ١٢٠ جنيها) . (١٠٠٠ سهم × ٨٠ جنيها + ١٠٠٠

سهم × ١ جنيه + ٢٥٠ جنيها) = ٣٨٧٥٠ جنيها ويلاحـظ على كل من "حقوق الشراء" و "حقوق البيع" ما يلي [1]:

- أن كلاً من حق الشراء وحق البيع له تاريخ محـدد يصبح بعده عدم القيمة ويسمى هذا التاريخ "تـاريخ انتهاء الحق".
- أن كلاً من حق الشراء وحق البيع يباع بمفرده بسعر معين، ويمكن للمشتري أن يبيعـه لطـرف ثالـث، والثالث إلى رابع.. وهكذا.
- أن بائع (مصدر) حق الشراء يجـب عليـه تـوفير الأسهم محل الحق وقت ممارسة المشتري حقه فـي الشراء، حتى ولو كان في ذلك خسارة لهذا البائع.
- أن بائع (مصدر) حق البيع يجب عليه شراء الأسهم محل الحق وقت ممارسة المشتري لحقه في البيـع، حتى ولو كان في ذلك خسارة لهذا البائع.
- أن بائع (مصدر) حق الشراء أو حق البيع يحدد قيمة هذا الحق بناء على توقعاته لاتجاهات أسعار الأسهم محل الحق . بالشكل الذي يحقق له ربحا . وبعـد

---

1 – د. محروس حسن، المرجع السابق، ص ٣٥.

استشارة سماسرة الأوراق المالية، وكذلك المؤسسات ذات الخبرة في هذا المجال.

لقد انتهينا الآن من توضيح مفهوم حقوق الشراء والبيـ.ع التي تمثل عقود بين المستثمرين بعضهم البعض ويبقـ.ى أن نعرض لنوعها الآخر والتي تصدره الشركات وذلـ.ك علـ.ى النحو التالي:

٣/ ٢ حقوق الشراء (المصدرة من الشركات) Warrants:

يلاحظ أننا لم نذكر هنا حقوق البيع إلى جانـ.ب حقـ.وق الشراء حيث إن المجال هنا محصور داخل نطـ.اق حقـ.وق الشراء التي تمثل أحد طرفي التعاقد في حين يمثل المستثمر الذي يقرر شراء هذا الحق الطرف الثاني حيث يتيح التعاقـ.د بينهما لمشتري حق الشراء المصدر شراء عدد معـ.ين مـ.ن أسهم الشركة المصدرة بسعر معين خلال فترة معينة تمتـ.د لسنوات طويلة خلافًا لحق الشراء والبيع الـ.سابق عرضـ.ها والتي تدخل في نطاق زمني تعاقدي محدود لا يتعدى سنة.

ومن الأمور المنطقية أن المستثمر الذي يقرر شراء هـ.ذا الحق عند الإعلان عنه يدفعه إلى ذلك توقعه لارتفاع أسعار الأسهم التي يتضمنها حق الشراء خلال فترة سريانه.

ويتم تحديد القيمة التي يدفعها المستثمر في مقابل حصوله على حق الشراء من جهة الشركة المصدرة له على النحـو التالي:

قيمة حق الشراء = عدد الأسهم التي يتضمنها حق الشراء × (سعر السهم في السوق وقت الإصدار - سعر السهم وقـت الممارسة)

فإذا كان عدد الأسهم التي يتـضمنها الحـق ١٠٠ سـهم وسعر السهم في السوق وقت الإصدار ٤٠٠ جنيه. وسـعره وقت الممارسة ٣٠٠ جنيه فإن:

قيمة حق الـشراء = ١٠٠ (٤٠٠ - ٣٠٠) = ١٠٠٠٠ جنيه.

٤ - الأوراق التجارية Commercial papers:

تسعى بعض الشركات في بعض الأحيان إلى إصدار عدد من الكمبيالات لحاملها لفترة استحقاق قصير الأجل واستخدام حصيلة بيعها كمصدر قـصير الأجـل لتمويـل توسـعات استثمارية قصيرة الأجل.

وفي التاريخ المحدد لاستحقاق الكمبيالة يتجه حاملها إلـى البنك الذي حددته الشركة المصدرة لتحصيل قيمتها الاسـمية

فوريا حيث يتمثل عائد المستثمر هنا في الفرق بـ.ين القيمـ.ـة الاسمية للكمبيالة وبين القيمة التي دفعها بالفعل.

٥ . القبولات المصرفية Bankers' acceptances:

تمثل القبولات المصرفية إحدى الأدوات الماليـ.ـة الدوليـ.ـة والتي تساعد على تسهيل حركة التجارة الخارجية بين الدول ذات العملات المختلفة.

وتمثل القبولات المصرفية أوامر دفع آجلة (٣٠ يوما إلى ٩٠ يوما) مسحوبة على أحد البنوك بواسطة أحد المستوردين أو المصدرين والذي يلتزم بدفع قيمة هذا الأمر المقبول فـ.ـي تاريخ الاستحقاق، الأمر الذي يعنـ.ـي أنهـ.ـا تعطـ.ـي حمايـ.ـة للمستثمرين في الأسواق المالية العالمية ضد مخـ.ـاطر عـ.ـدم السداد الأمر الذي يعني أنها تمثل أحـ.ـد جوانـ.ـب الائتمـ.ـان المصرفي الذي تمنحه البنوك.

٦ . شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable certificates of deposit:

يقوم بإصدار هذه الشهادات بعض البنوك الكبيرة وبعض المؤسسات شبه المصرفية لفترة استحقاق تتراوح ما بين ٣٠

يوما، سنة ونصف وهي شهادات تصدر لحاملها تثبت إيداعه لمبلغ معين بسعر فائدة معين داخل حدود فترة الاستحقاق السابق ذكرها.

ويتم تحديد سعر الفائدة هنا من خلال الاتفاق بين العميل المشتري للشهادة وبين البنك المصدر لها والذي يزيد في معدله عن ذلك المعدل المرتبط بأذون الخزانة نظرا لاختلاف حجم المخاطرة الاستثمارية فيما بينهما.

هذا وفي تطور ملحوظ في علم التمويل فقد ظهر في السنوات الأخيرة اصطلاح الهندسة المالية Financial engineering والذي يشير لظهور أدوات مالية جديدة بهدف محاولة توزيع المخاطر بأسلوب أكثر فعالية أو بهدف التماشي مع القوانين واللوائح الضريبية أو بهدف خفض تكاليف العمليات ومن أشهر هذه الأدوات ما يلي:

٧ . الأوراق المالية ذات العائد المتحرك – Floating rate notes:

والواقع أن الورقة المالية ذات السعر المتحرك هي سند طويل الأجل بسعر فائدة قصير الأجل كبديل للقروض قصيرة الأجل المتحددة، حيث إن كوبون هذه الورقة المالية

مرتبط بسعر فائدة قصير الأجل مثل أذون الخزانة حيث يتم تعديل سعر الكوبون دوريا ليساوي الـ سعر قـ صير الأجـ ل بالإضافة إلى معدل التغير، فإذا افترضنا أن هـ ذا الكوبـ ون مرتبط بمعدل سعر أذون الخزانة لمدة ٦ شـ هور بالإضـ افة لنسبة ٤ %.

وعند إصدار الورقة المالية كان معدل سعر أذون الخزانة ٦ % فترتبط الورقة بكوبـ ون معدلـ ه ١٠ % وفـ ي حالـ ة انخفاض معدل سعر أذون الخزانة إلى ٥ % يتم أيضا تعديل معدل الكوبون إلى ٩ % وهكذا.

والواقع أن هذه النوعية من الأوراق المالية تفيد الشركات المصدرة لها من خلال توفير تكـ اليف عمليـ ات التـ سويات المتكررة للقروض قصيرة الأجل أو الأوراق المالية قصيرة الأجل.

ومن جهة أخرى نجدها تفيد المستثمر المشتري لها مـ ن حيث تخفيض حجم المخاطرة السعرية التي يتعرض لها.

٨ . الأوراق الماليـ.ـة المرتبطـ.ـة بمؤشـ.ـر Index – linked:

يوفر هذا النوع مـ.ـن الأوراق الماليـ.ـة حمايـ.ـة واضـ.ـحة للمستثمرين من التضخم، حيث تـ.ـسمح بتـ.ـسوية كوبوناتهـ.ـا وقيمتها الاسمية لتعكس التأثير الفعلي للتضخم.

هذا ويمكننا التأكيد على أبعاد الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية على النحو التالي:

. إذا كانت الورقة المالية مصدرة لمدة سنة واحدة:

في هذه الحالة يتم تعديل كل من قيمة الكوبـ.ـون والقيمـ.ـة الاسمية للورقة المالية كما يلي:

قيمة الكوبون بعد التسوية بمعدل التضخم = قيمة الكوبون (١ + معدل للتضخم)

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية بمعدل التـ.ـضخم = القيمة الاسمية (١ + معدل التضخم)

فإذا افترضنا أن الحكومة قد أصدرت ورقة ماليـ.ـة لمـ.ـدة سنة واحدة بقيمة اسـ.ـمية ٥٠٠ جنيـ.ـه بكوبـ.ـون ١٠ % وأن معدل التضخم الفعلي عـ.ـن الـ.ـسنة ٩ % فـ.ـيمكن تطبيـ.ـق المعادلتين السابقتين على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية بمعدل التـضخم = ٥٠ جنيهـاً (١,٠٩) = ٥٤,٥ جنيه.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية بمعدل التـضخم = ٥٠٠ (١,٠٩) = ٥٤٥ جنيه.

ومن الملاحظ أن التسويات الموضحة ستؤدي إلى احتفاظ المستثمر بمعدل عائده الأصلي والمتمثل في معدل الكوبـون وهو ١٠ % والذي يمكن التوصل إليه كما يلي:

$$\text{معدل الكوبون بعد التسوية} = \frac{\text{قيمة الكوبون بعد التسوية}}{\text{القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية}} \times ١٠٠$$

$$= \frac{٥٤,٥}{٥٤٥} \times ١٠٠ = ١٠ \%$$

إذا كانت الورقة المالية المصدرة لأكثر من سنة:

في هذه الحالة سيكون المستثمر في مواجهة أحد احتمالين هما:

الاحتمال الأول: أن يكون معدل التضخم ثابتاً خـلال فتـرة سريان الورقة المالية:

إذا واجه المستثمر هذا الاحتمـال فـسيتم تعـديل قيمـة الكوبون والقيمة الاسمية للورقة المالية كما يلي:

قيمة الكوبون بعد التسوية المتراكمة بمعد التضخم = قيمة الكوبون ×

$$\frac{1 - \frac{1}{(1 + \text{معدل التضخم})^{ن}}}{\text{معدل التضخم}}$$

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية المتراكمة بمعدل التضخم = القيمة الاسمية للورقة المالية ×

$$\frac{1 - \frac{1}{(1 + \text{معدل التضخم})^{ن}}}{\text{معدل التضخم}}$$

فإذا افترضنا أن الحكومة قد أصدرت ورقة مالية لمدة ٤ سنوات، بقيمة اسمية ٤٠٠ جنيه بكوب.ون ٨ % وأن مع.دل التضخم الفعلي خلال السنوات الأربع ظل ثابتًا وبمعدل ٦ % سنويا فيمكن تطبيق المعادلتين السابقتين على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية المتراكمة بمعدل التضخم = ٣٢ ×

$$1 - \frac{1}{(1,06)^{4}}$$

% ٦

= ٣٢ × ٣,٤٧ = ١١١,٠٤ جنيه.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية المتراكمة بمعدل التضخم .

$$= ٤٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,٠٦)^{٤}}}{٦ \%} = ٤٠٠ \times ٣,٤٧ = ١٣٨٨ \text{ جنيها}$$

ومن الملاحظ أيضا أن التسويات الموضحة ستؤدي إلى احتفاظ المستثمر بمعدل عائده الأصلي والمتمثل في معدل الكوبون وهو ٨ % وهو الأمر الذي يمكن التأكد من واقعيته كما يلي:

$$\text{معدل الكوبون بعد التسوية المتراكمة} = \frac{١١١,٠٤}{١٣٨٨} \times ١٠٠ = ٨ \%$$

الاحتمال الثاني: أن يكون معدل التضخم متغيرا خلال فترة سريان الورقة المالية.

وفي المثال السابق إذا افترضنا أن معدل التضخم الفعلي خلال السنوات الأربع كان ٦ %، ٥ %، ٤ %، ٣ % من السنة الأولى إلى الرابعة على التوالي فيمكن تعديل المعادلات السابقة على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية المتراكمة بمعدلات التـ.ضخم = قيمة الكوبون (١ + معدل التضخم) (١ + معـ.دل التـ.ضخم) (١ + معدل التضخم).

= ٣٢ (١,٠٦) (١,٠٥ (١,٠٤) (١,٠٣) = ٣٨,١٥٢ جنيها.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعـ.د التـ.سوية المتراكمـ.ة بمعدلات التضخم في نهاية السنة الرابعـ.ة = ٤٠٠ (١,٠٦) (١,٠٥)(١,٠٤) (١,٠٣) = ٤٧٦,٩٠ جنيها.

ويتأكد أيضا أن المستثمر وفي نهاية فترة استحقاق الورقة المالية سيحتفظ بمعدل عائده الأصلي والمتمثل فـ.ي معـ.دل كوبون ٨ % وهو الأمر الذي يمكن التأكد من واقعيته كمـ.ا يلي:

معدل الكوبون بعد التسوية المتراكمة فـ.ي نهايـ.ة فتـ.رة الاستحقاق =

$$\frac{١٣٨,١٥٢}{٤٧٦,٩٠٠} \times ١٠٠ = ٨ \%$$

ومن المؤكد أيضا أن المستثمر سيحتفظ بنفس الحماية في أي فترة خلال فترة الاستحقاق وقبل نهايتها سواء في نهاي.ة السنة الأولى أو الثانية أو الثالثة.

وفي هذا المجال نؤكد أن هذه الأوراق المالية تحقق مزايا إضافية تفتقدها الأوراق المالية الأخ.رى وغي.ر المرتبط.ة بمؤشر منها ما يلي:

١- أنها تقدم استثمارا أقل مخاطرة بالنسبة للم.ستثمرين ذوي الدخل الثابت في حالة اتجاه معدلات التـ.ضخم نحو التزايد.

٢- أنها تُجنب الشركات المصدرة لها مخاطر التـ.ضخم في حالة اتجاه معدلاته نحو الانخفاض.

وفي هذا المجال وبعد انتهائها من عرض الطبيعة المميزة للأوراق المالية بمختلف نوعياتها نناشد الـ.شركات الكب.رى والبنوك المصرية أن تعمل على توسيع قاعدة التعامل الحالي في الأوراق المالية وذلك في اتجاه تنشيط بورص.ة الأوراق المالية وتنمية الاقتصاد القومي المصري.

ب . القواعد الأساسية الحاكمـ.ـة للاسـ.ـتثمار فـ.ـي الأوراق المالية:

الواقع أن هناك اتفاقا في مجال العلاقة بين الاستثمار في النقدية وبين الاستثمار في الأوراق المالية يؤكد على اختيـ.ـار نوعية وأسلوب استثمار فائض النقدية المتاحة للمنـ.ـشأة فـ.ـي الأوراق المالية يرتبط بضرورة توافر ثلاثة شروط أساسـ.ـية وهي:

١- الضمان وانخفاض المخاطر Security.

٢- سهولة البيع Marketability.

٣- ارتفاع العائد Yield.

ومن الجدير بالذكر أنه وعلى المستوى العملـ.ـي فقـ.ـد لا تسمح الظروف بتوافر الشروط الثلاثة في ذات الوقت الأمر الذي يحتم على إدارة المنشأة أن توجه اهتمامهـ.ـا لواحـ.ـد أو أكثر منها بشكل يتماشى مع ظروفها.

ففي بعض المواقف قد تجد الإدارة نفسها في حالة اهتمام شديد بشرط سهولة البيع لتحويل الاستثمارات فـ.ـي الأوراق المالية إلى نقدية سائلة وبسرعة كبيرة وهكذا.

والواقع أن المشكلة الأساسية هنا تنحصر فـي محاولـة إدارة المنشأة الوصول إلى حالة التوفر التام للشروط الثلاثـة المذكورة في نفس الوقت وذلك من خلال الاحتفاظ بمحفظـة مثلـى لاسـتثماراتها فـي الأوراق الماليـة Optimum Portfolio حيث تعني محفظة الاستثمار – وبشكل عـام – خليط الأوراق المالية من أسهم وسندات وخلافه والذي تحتفظ به المنشأة في وقت ما.

وتشير القاعدة العامة هنا إلى أهميـة احتـواء محفظـة الاستثمار على خليط متنوع من الأوراق المالية مـن حيـث العائد والمخاطرة وسهولة البيع وذلك في اتجاه تكوين محفظة الاستثمار المثلى والتي ترتبط بشكل أو بآخر بعملية التنويـع Diversification وهو الأمر الذي لا يسمح المجـال هنـا بالإسهاب في تفاصيله.

إن القاعدة الأساسية هنا تؤكد على أن أي زيادة في النقدية عن الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به يجب توجيهها للاستثمار في الأوراق المالية وذلك من خلال التوصل إلى أفضل مزيج بين الأرصدة النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية.

ومن المنطقي أن نجاح المنشأة في إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل، سوف يعتمد على التحديد الدقيق لمفهوم الإدارة العلمية لهذين العنصرين، حيث تعددت النماذج المستخدمة في هذا المجال وذلك تحـ.ت إطار محدد من أساسين يتمثلان في تخفيض النقدية الـ.سائلة وشبه السائلة إلى أدنى حد ممكن مع الحـ.رص علـ.ى عـ.دم انخفاض الرصيد بالشكل الذي يعرض المنشأة لمخاطر الفشل في سداد المستحقات أو ضـ.ياع فـ.رص لتحقيـ.ق مكاسـ.ب محتملة.

ومن أشهر هذه النماذج نموذج ميلر وأر Miller – Orr والذي يطلق عليه نموذج حدود الرقابـ.ة Control – Limt order والذي يعتمد على المفاهيم الآتية [١]:

- ضرورة وضع حد أقصى وحد أدنى لرصيد النقدية.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقصى الذي تم تحديده يتم شراء كميات إضافية من الأوراق الماليـ.ة

---

1 – Miller, M. H. and Orr, D. A . Model of Demand for money by Firm. Quarterly Jounal of economics, 80 (Aug, 1966) P. 420.

حتى ينخفض رصيد النقدية إلى مستوى معين يطلق عليه نقطة الارتداد Cash return point.

- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأدنى الذي تـم تحديده، يتم بيع كمية معينة من الأوراق المالية حتى يرتفع رصيد النقدية إلى نقطة الارتداد.

ويتحدد النموذج المذكور بالمعادلات الثلاث الآتية:

$$ر = \sqrt[٢]{\frac{٣\ ط\ \alpha}{٤\ ع}} \quad \text{..........} \quad (١)$$

$$س = ٠,٣ \quad \text{..} \quad (٢)$$

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{س + ر}{٣} \quad \text{.........} \quad (٣)$$

حيث إن:

ر تمثل نقطة الارتداد.

، $\alpha^{٢}$ تمثل الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقديـة اليومية.

، ط التكاليف الثابتة لبيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية.

، ع تمثل معدل العائد على استثمارات الأوراق المالية في اليوم الواحد.

، س تمثل الحد الأقصى المعياري لرصيد النقدية.

ومن الواضح أن النموذج المذكور يخلو من الحد الأدنـى المعياري لرصيد النقدية، حيث يفترض أنه مساوٍ للصفر من خلال افتراض أساسي يتمثل في أن أوامر بيع الاسـتثمارات في الأوراق المالية يمكن أن تصدر وتنفذ في لحظة وصـول رصيد النقدية بخزائن المنشأة إلى الصفر، وهو الأمر الذي لا يمكن التسليم بصحته عمليا، حيث يتحتم أن يكون الحد الأدنى لرصيد النقدية رقما موجبا والذي يمثل رصيد الأمان بالنسبة للمنشأة والذي تتحدد قيمته الموجبة المعيارية بالعديـد مـن العوامل أهمها سيكولوجية الإدارة للمخاطرة وكـذلك القـوة الاقتراضية لها، حيث ينخفض رصيد الأمان بزيادة قـدرتها على الاقتراض وقت الحاجة، وميـل الإدارة نحـو الجـرأة والمخاطرة.

وبناء على ذلك فقد قام آخرون [1] بتطوير النموذج السابق لكي يستوعب رصيد الأمان الذي يرمز له بالرمز (ح).

$$ر = \sqrt[3]{\frac{٣ ط \alpha^{٢}}{٤ ع}} ح \quad ....\ (١)$$

$$س = ٠,٣ \ . \ ٢ ح \quad ....\ (٢)$$

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{س + ر}{٣} + ح\ ....\ (٣)$$

وفي اتجاه التأكيد على اكتساب القارئ لمهـارة استخدام النموذج المذكور أخيرا نعرض للمثال التالي:

أتيحت لك البيانات التالية عن إحدى الشركات التي تفكـر في التوصل إلى التوازن الأمثل بين الاستثمارات في الأوراق المالية والنقدية.

- الحد الأدنى لرصيد النقدية ٢٠٠,٠٠٠ جنيه.
- الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليوميـة = ٢٠٠٠ جنيه.

---

1 – Petty. J. W. Keown, A. J. Scott Ir. D. F. and Martin J. D, Basic financial 2 d Ed. Englewood cliffs, N. Y: Prentic – Hall, 1982 p. 183.

- التكاليف الثابتة لشراء أو بيـع كميـة مـن الأوراق المالية ١٠٠٠ جنيه.
- معدل العائد السنوي المطلوب على الاسـتثمار فـي الأوراق المالية ١٢ %.

والمطلوب: مساعدة إدارة الـشركة باسـتخدام البيانـات السابقة وذلك على النحو التالي:

١ . تحديد نقطة الارتداد:

$$ر = \sqrt[٣]{\frac{٣ \times ١٠٠٠ \times (٢٠٠٠)^{٢}}{٤ \times ٠,٠٠٠٣٣}} + ٢٠٠,٠٠٠ \text{ جنيه} = ٢٠٩٦٨٧ \text{ جنيها}$$

وقبل الانتقال للخطوة التالية نوجه انتباه القـارئ إلـى أن قيمة (ع) والتي تمثل متوسط العائد اليومي على الاستثمارات في الأوراق المالية قد تم التوصل إليها بقسمة المعدل السنوي ١٢ % على عدد أيام السنة.

$$\left(\frac{١٢ \%}{٣٦٠ \text{ يوما}} = ٠,٠٠٠٣٣ \right)$$

٢ . تحديد قيمة الحد الأقصى لرصيد النقدية:

س = (٣,٠) . (٢ ح)

= (٣ × ٢٠٩٦٨٧) . (٢ × ٢٠٠,٠) = ٢٢٩٠٦١ جنيها

٣ . **تحديد متوسط رصيد النقدية المعياري:**

$$= \frac{\text{س} + \text{ر}}{٣} + \text{ح}$$

$$= \frac{٢٢٩٠٦١ + ٢٠٩٦٨٧}{٢} + ٢٠٠,٠٠٠ \text{ جنيه} = ٣٤٦٢٤٩ \text{ جنيها}$$

ونؤكد على القارئ أن الحسابات السابقة ترتبط مباشـرة بإدارة الاستثمار في النقدية وحدها والسؤال الآن عن كيفيـة استخدام هذه النتائج في إدارة الاستثمار في الأوراق المالية؟

والإجابة عن الـسؤال المطـروح تتمثـل فـي أن إدارة الاستثمار في الأوراق المالية من حيث الشراء أو البيع تعتمد بشكل مباشر على الحسابات المذكورة ونوضح هذا الأمر كما يلي:

(أ) تقوم إدارة الشركة بشراء كميات إضافية من الأوراق المالية عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقـصى الذي تم تحديده في الخطوة الثانية وهـو ٢٢٩٠٦١ جنيها.

فهل يمكننا تحديد الكمية الإضافية مـن الأوراق الماليـة الواجب شراؤها في هذه الحالة؟

الواقع أن هذه الكمية يمكننا تحديدها كما يلي:

كمية الأوراق المالية المطلوب شراؤها = الحد الأقـصى لرصيد النقدية ـ نقطة الارتداد

= ٢٢٩٠٦١ ـ ٢٠٩٦٨٧ = ١٩٣٧٤ جنيها.

(ب) تقوم إدارة الشركة ببيـع أو تـصفية جـزء مـن استثماراتها في الأوراق المالية عندما يصل رصـيد النقدية إلى الحد الأدنى وهو ٢٠٠,٠٠٠ جنيه.

حيث إن:

كمية الأوراق المالية المطلوب بيعها = نقطة الارتـداد ـ الحد الأدنى لرصيد النقدية

= ٢٠٩٦٨٧ ـ ٢٠٠,٠٠٠ = ٩٦٨٧ جنيها.

وهكذا يمكن لإدارة الشركة الحفاظ على التوازن الأمثـل بين الاستثمارات قصيرة الأجل المرتبطة بكل مـن النقديـة والأوراق المالية الأمر الذي يعني وفي التحليل النهـائي أن هناك ضرورة، وبصرف النظر عن أسلوب اتخـاذ القـرار الخاص بالاستثمار في الأوراق المالية سواء أكان ذلك بنـاء على نماذج رياضية أم بالاعتماد علـى التقـدير الشخـصي لإدارة المنشأة ـ لتحديد أنواع الأوراق الماليـة التـي يـتم

الاحتفاظ بها في حفظة أوراقها المالية حيث إن الأساس هذا يعتمد على التحديد الدقيق للأهداف المخططة للاستثمار في الأوراق المالية والتي تختلف في كثير من الحالات من منشأة لأخرى وفي المنشأة الواحدة من فترة لأخرى إلا أن الأمر وفي التحليل ينحصر في الحرص على مواجهة احتمالات الحاجة للنقدية وعلاقتها الواضحة بتحديد هيكل محفظة الأوراق المالية بالشكل الذي يمكن المنشأة من:

١- الاستفادة من فائض النقدية في تحقيق عائد مناسب خلال فترة عدم الحاجة إليه.

٢- سرعة تحويل الاستثمارات في الأوراق المالية إلى نقدية عند الحاجة إليها وبدون خسارة ترتبط بهذا التحويل.

وإلى هذا الحد من عرضنا نكون قد انتهينا من العنصر الثاني من العناصر الثلاث السابق تحديدها والخاصة بالقواعد الأساسية الحاكمة للاستثمار في الأوراق المالية ويصبح المجال مهيئاً لتناول العنصر الثالث والأخير والمرتبط بتقويم الاستثمار في الأوراق المالية والذي نعرض له على النحو التالي:

إلى الفهرس

ج . تقويم الاستثمار في الأوراق المالية:

وفي واقع الأمر فإن أسعار الأوراق المالية (بيعا وشراء) تتحدد من خلال كم من المعلومات المرتبطة بهـ.ذه الأوراق مثل القيم السابقة والحالية والمتوقعـ.ة . أربـ.اح الـ.شركات المصدرة . التغيرات المتوقعـ.ة فـ.ي النـ.شاط الاقتـ.صادي واتجاهاته . والظروف السياسية الحالية والمتوقعة، الأمـ.ر الذي يرتبط باحتمال عدم دقة المعلومات المذكورة وانحرافها عن الحقيقة، الأمر الذي يزيد من أهمية وجـ.ود المـ.ستثمر الواعي الذي يتخذ قراراته بناء على معلومات حقيقية بقـ.در الإمكان.

مفهوم وأبعاد عملية التقويم:

يقصد بالتقويم ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريق السعر السوقي للأوراق المالية وذلك باستخدام مجموعة مـ.ن النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع [١].

إن المستثمر وبشكل عام لا يميل إلى تحمل المخـ.اطرة، حيث تتجسد هذه الحقيقة في أن المستثمر لن يـ.تم إغـ.راؤه

---

1 – James C – Van Horne, Op. cit, p. 220.

إلى الفهرس

بقبول الاستثمار في ورقة مالية ترتبط بدرجـة عاليـة مـن المخاطرة إلا من خلال ارتباطها بمعدل متوقع مرتفع.

والواقع أن العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع ليـست دائما مستقرة بمرور الوقت، حيث يمكن أن تتجه إلى التغير مع تغير معدلات الفائدة ومع الجوانب السيكولوجية للمستثمر والتي تختلف حتما بين مستثمر ومستثمر آخر، وفي حـالات مختلفة يتعرض لها المستثمر ذاته.

وليس هناك من شك في أن النماذج الرياضية المستخدمة في عملية التقويم لا تخرج عن كونهـا معـادلات رياضـية مجردة، تتكون من خلال العلاقات المنطقية بين المتغيـرات الأساسية المكونة لعملية التقويم والتي تعتمد على الربط بـين العائد وبين السعر السوقي للورقة المالية محل التقويم، حيث يمثل الطرف الأول والمتمثل في العائـد النهـائي المـرتبط بالمحفظة ككل، ويتم ذلك غالبا إذا ما توافرت لديـه بيانـات ومعلومات كافية وخاصة فيما يتعلق بمعدلات العائد المحققـة من كل نوع من الأوراق المالية وفي ضوء التغيرات التـي حدثت في الماضي يمكنه توقع التغيرات المتوقعـة مـستقبلاً لهذه المعدلات.

ويؤكد سولدوفسكي [١] على أن جميع النماذج الرياض.ية المستخدمة في تقويم المستثمر للأوراق المالية تتك.ون م.ن ثلاثة عناصر هي:

- السعر السوقي للورقة المالية.
- التدفق النقدي المتوقع من وجهة نظر المستثمر.
- معدل الخصم المستخدم.

مع ملاحظة أن عملية التقويم باس.تخدام ه.ذه العناص.ر الثلاثة تعتمد بدرجة أساسية على مفه.وم القيم.ة الزمني.ة (الحالية) للنقود Present Value concept وذل.ك نظ.را لطول الفترة الزمنية المستقبلية لاحتفاظ الم.ستثمر بالورق.ة المالية في حالة شرائها والتي أوضحناها بشكل مفصل ف.ي الفصل الرابع من هذا الكتاب.

وفي هذا المجال يؤكد جتيمان [٢] على أن ال.سعر ال.ذي يقبل المستثمر دفعه للحصول على الورقة المالي.ة س.يتحدد بحسابه للقيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقع تول.دها من الورقة المالية والتي تتمثل في توزيعات الأسهم العادي.ة

---

1 – Soldofsky Rebertom, Op. cit., p. 236.

2 – Gitman, Op. cit p. 303.

والأسهم الممتازة وفوائد السندات، هذا بالإضافة إلى القيمـة الحالية للقيمة المستردة للورقة المالية بعد مدة زمنية معينـة بالنسبة لكل من الأسهم العادية والممتازة. وبعد نهاية تـاريخ الاستحقاق بالنسبة للسندات.

ويمكننا الآن تقديم أول النماذج المبسطة لتقويم الاسـتثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل على النحو التالي:

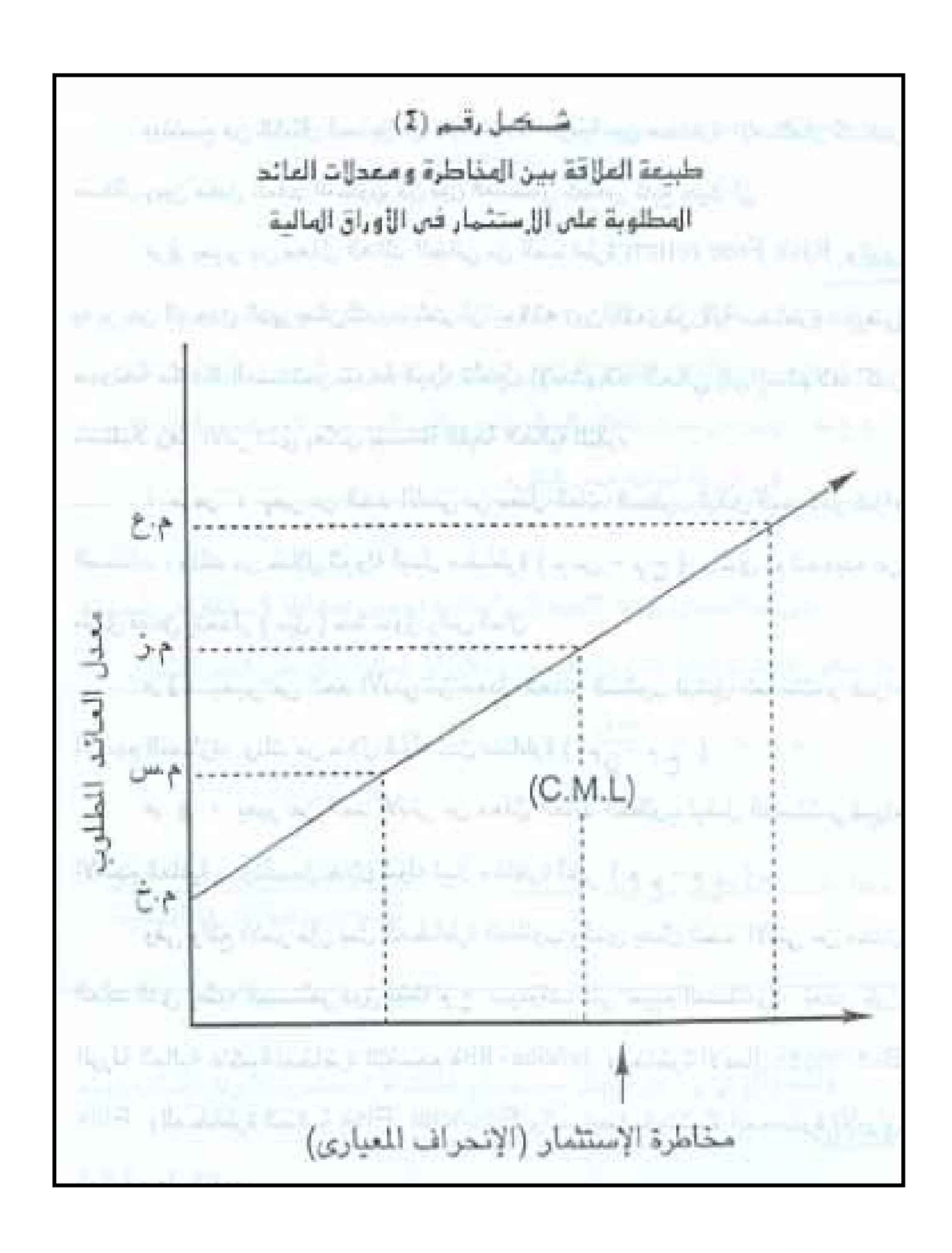
السعر السوقي للورقة المالية (تقويم المستثمر عند الشراء) = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع توليدها مـن الورقـة المالية + القيمة الحالية للقيمة المستردة للورقة المالية... (١)

وعودة إلى العناصر الثلاثة المكونة للنمـاذج الرياضـية المستخدمة في عملية تقويم الأوراق المالية نجد أن إسـهابنا المذكور قد غطى وبقدر كاف عنصرية الأول والثاني (السعر السوقي للورقة المالية، التدفق النقدي المتوقع من وجهة نظر المستثمر) وعلى الرغم من قناعتنا بتغطية العنـصر الثالـث والأخير والمتمثل في معدل الخصم المـستخدم فـي عمليـة التقويم إلا أننا قد رأينا أن الأمر يتطلب قدرا إضـافيا مـن التوضيح حيث إن معدل الخصم (معدل العائـد المطلـوب) الذي يستخدمه المستثمر في تحديد القيمة الحاليـة للتـدفقات

إلى الفهرس

النقدية المتوقعة من الورقة المالي، يجب أن يعكس صد.راحة درجة المخاطرة المتوقعة والمرتبطة بالورقة الماليـ.ة محـ.ل التقويم، حيث إنه كلما زادت المخاطرة المتوقعة، كلما ارتفع معدل الخصم المستخدم، وهو الأمر الذي يعنـ.ي أنـ.ه وفـ.ي الأحوال العادية لأي منشأة، فـ.إن المـ.ستثمر سـ.وف يتجـ.ه لاستخدام معدل خصم أكثر ارتفاعا عنـ.د تقويمـ.ه للأسـ.هم العادية من ذلك المعدل المستخدم عند تقويمه للسندات. فـ.ي الوقت الذي سيحرص فيه على استخدام معدل خصم يقع بين المعدلين في حالة تقويمه للأسهم الممتازة.

ولقد اشتهر توضيح العلاقة بين معدلات العائد المطلوبـ.ة وبين المخاطر المتوقعة باستخدام خـ.ط سـ.وق رأس المـ.ال (Capital market line) – C. M. L والـ.ذي يوضـ.حه الشكل التالي:


شـكل رقـم (٤)
طبيعة العلاقة بين المخاطرة ومعدلات العائد
المطلوبة على الإستثمار في الأوراق المالية
معدل العائد المطلوب
م.ع
م.ز
م.س
م.خ
(C.M.L)
مخاطرة الإستثمار (الإنحراف المعيارى)

إلى الفهرس

ويتضح من الشكل السابق أن هنـاك علاقـة طرديـة بـين مخاطرة الاستثمار كمتغير مستقل وبين معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر كمتغير تابع حيث أن:

م خ يعبر عن معدل العائد الخالي من المخـاطرة Risk free return والذي يعبر عن المعدل الذي يمكن للمـستثمر أن يحققه دون التعرض لأية مخاطرة، ويعني صراحة مكافأة المستثمر نتيجة قبوله تأجيل الاستهلاك الحالي إلى اسـتهلاك أكبر مستقبلاً وهو الأمر الذي يعكس ببساطة القيمة الحاليـة للنقود.

، **م س:** يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب ليقبل المستثمر شراء السندات، وذلك من خلال قبوله لبـدل مخاطرة (م س - م خ) والذي تم تحديده عن طريق قيـاس انحدار (ميل) خط سوق رأس المال.

م ز: يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائـد المطلـوب ليقبل المستثمر شراء الأسهم الممتازة، وذلك من خلال قبوله لبدل مخاطرة (م ز - م خ).

م ع: يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائـد المطلـوب ليقبل المستثمر شراء الأسهم العادية، وذلك من خلال قبولـه لبدل مخاطرة أعلى (م ع . م خ).

وفي واقع الأمر فإن بدل المخاطرة المطلوب والذي يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يطلبه المستثمر فوق نقطة م خ سيتوقف على تقييم المستثمر، لمدى كون الورقة المالية عاكسة لمخاطرة التـضخم Infation – Risk ومخـاطرة الأعمـال Business – Risk، والمخـاطرة الماليـة Financial Risk والمرتبطة بالمنشأة المـصدرة لـلأوراق المالية محل التقويم.

هذا ويمكننا وفي اتجاه تبسيط أسلوب وطريقة العرض أن نقدم المعادلة الآتية:

$$ق = \frac{ت\ ق}{م\ ع\ ط} \quad .... \quad (٢)$$

حيث إن:

ق: . تعبر عن قيمة الورقة المالية من منظور المستثمر في ظل معلوماته عن ت ق، م ع ط،

، ت ق: تعبر عن التدفق النقدي السنوي المتوقع توليـده من الورقة المالية محل التقويم.

، م ع ط: يعبر عن معدل العائد المطلوب مـن جانـب المستثمر كحد أدنى لقبوله الاستثمار في الورقة المالية محـل التقويم.

وفي هذا المجال يهمنا التنويه إلى إمكانية تحويل المعادلة السابقة لكي تُستخدم من منظور المنـشأة طالبـة التمويـل والمصدرة للأوراق المالية وذلك على النحو التالي:

$$\text{م ع ط} \quad \frac{\text{ت ق}}{\text{م ع ط}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots \quad (٣)$$

أي أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب من جانب المستثمر} = \frac{\text{التدفق النقدي السنوي المتوقع}}{\text{القيمة السوقية للورقة المالية}}$$

والسؤال الآن: عن مجال اسـتخدام المنـشأة المـصدرة للأوراق المالية لهذه المعادلة؟

إنها تهدف إلى تحديد الحد الأدنى من معدل العائد علـى الاستثمار الذي يطلبه المستثمر لكي يقبل شراء الورقة المالية والذي يعكس معدل التكلفة التمويلية التي تتحملها المنشأة ثمناً لاحتفاظها بالقيمة النقدية التي يدفعها المستثمر فـي شـراء

الورقة المالية، حيث إن عدم قدرتها على تحويل معدل العائد المطلوب في حده الأدنى إلى معدل عائد فعلي محقق سـ.يدفع المستثمر (الممول) إلى إعادة تقويمه للورقة المالية وبقيمـ.ـة أقل وبالتالي اتجاهه نحو التخلص منها، الأمر الذي يعكـ.ـس آثاره السلبية المؤثرة على قيمة المنشأة ومركزها المالي، كان ذلك داخل حدود الافتراض الأساسي المتمثل في عـ.ـدم نمـ.ـو التدفقات النقدية السنوية المتوقع توليدها من الورقـ.ـة الماليـ.ـة طوال الفترة المستقبلية للاحتفاظ بها حيث تخلـ.ـو المعـ.ـادلتين (٢)، (٣) من أية إشارة لنمـ.ـو التـ.ـدفقات النقديـ.ـة الـ.ـسنوية المتوقعة وهو الأمر الذي سيتم مناقشته بالتفصيل عند تناولنا لكل الأوراق المالية بشكل منفرد.

وإلى هذا الحد من العرض والنقاش وقبـ.ـل أن نعـ.ـرض تفصيل لطرق وأساليب تقويم المـ.ـستثمر لـ.ـلأوراق الماليـ.ـة (الأسهم العادية . الأسهم الممتازة والسندات) وبشكل منفرد، رأينا أهمية التأكيد على إمكانية وجود اختلاف بين تقـ.ـديرات المستثمرون وتقديرات السوق للتـ.ـدفقات النقديـ.ـة الـ.ـسنوية المتوقع توليدها من الورقة المالية الواحدة، وهو الأمر الـ.ـذي يدفع المستثمرين لشراء أو بيع الأوراق المالية، هذا بالإضافة

إلى إمكانية وجود اختلاف بين تقـديرات الطـرفين لمعـدل الخصم وهي الحالة الأكثر شيوعا في مجال الممارسة العملية والتي دائما ما تكون لها تأثير جوهري لا يمكن إغفاله علـى حركة الأوراق المالية في أسواق رأس المال، هذا ويمكننـا تقديم حالتين بديلتين للاختلاف بين تقديرات السوق وتقديرات المستثمرين لمعدل الخصم وذلك على النحو التالي:

المادة الأولى: تتمثل في انخفاض معدل العائد المطلـوب عن معدل العائد المتوقع.

حيث يقصد بمعدل العائد المطلوب ذلـك المعـدل الـذي يطلبه المستثمر كحد أدنى لكي يقبل شراء الورقة المالية محل التقويم، في حين يقصد بمعدل العائد المتوقع تقديرات السوق لمعدل العائد المتوقع تحقيقه من ورقة مالية تتماثل مع الورقة المالية محل التقويم من منظور المخاطرة.

فإذا افترضنا أن معدل العائد المطلوب ٢٠ % في حين أن معدل العائد المتوقع ٢٥ % مع عـدم اخـتلاف تقـديرات الطرفين فيما يتعلق بالتدفقات السنوية للورقة المالية ولـتكن ٣٦ جنيها مثلاً فنجد أن:

$$\text{تقويم المستثمر للورقة المالية} = \frac{\text{التدفق النقدي السنوي وفقًا لتقديرات السوق والمستثمرين}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

$$= \frac{٣٦}{٠,٢٠} = ١٨٠ \text{ جنيه}$$

$$\text{تقويم السوق للورقة المالية} = \frac{\text{التدفق النقدي السنوي وفقًا لتقديرات السوق والمستثمرين}}{\text{معدل العائد المتوقع}}$$

$$= \frac{٣٦}{٠,٢٥} = ١٤٤ \text{ جنيها}$$

وتوضح نتائج التقويم المقارن السابقة أن القيمة الـ ـسوقية للورقة المالية أقل من تقويم المستثمر لها وهو الأمر الـ ـذي يترجم عمليا وفي أكثر الحالات شيوعا إلى اتجاه المستثمرين نحو التخلص من هذه النوعية من الأوراق الماليـ ـة، الأمـ ـر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها إلى تقويم السوق لهـ ـا وهـ ـو ١٤٤ جنيها.

الحالة الثانية: وتتمثل في انخفاض معدل العائد المتوقـ ـع عن معدل العائد المطلوب.

فإذا افترضنا أن معدل العائد المطلوب ٣٠ % في حين أن معدل العائد المتوقع ٢٠ %، مع عـ ـدم اخـ ـتلاف تقـ ـديرات

الطرفين فيما يتعلق بالتدفقات النقدية السنوية للورقة المالية ولتكن ٥٠ جنيها مثلاً فنجد أن:

$$\text{تقويم المستثمر للورقة المالية} = \frac{٥٠}{٠,٣٠} = ١٦٧ \text{ جنيها}$$

$$\text{تقويم السوق للورقة المالية} = \frac{٥٠}{٠,٢٠} = ٢٥٠ \text{ جنيها}$$

وتوضح المقارنة أن القيمة السوقية للورقة المالية أعلى من تقويم المستثمر لها، وهو الأمر الذي يترجم عمليا وفي أكثر الحالات شيوعا إلى زيادة حجم طلب المستثمرين على شراء هذه النوعية من الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي وفي التحليل النهائي إلى ارتفاع قيمة الورقة المالية لتصل إلى سعرها السوقي وهو ٢٥٠ جنيها وذلك على افتراض ثبات الكمية المعروضة منها في سوق رأس المال.

ونعتقد أن المجال أصبح مهيئًا الآن لأن نعرض تفصيل لكيفية تقويم كل نوع من الأوراق المالية على حدة وذلك على الوجه التالي:

تقـويم الأسـهم العاديـة: Common stock returns and valuation:

تشير الدراسات والكتابات الحديثة فـي مجـال التمويـل والمستمدة من واقع الممارسة العملية إلى التزايـد المـستمر والمتنامي في قيم الأسهم العادية المتداولة في أسـواق رأس المال، حيث يعكس شراء المستثمرون لها إحدى أهم الطرق الشائعة للسيطرة على القوة الشرائية وحمايتها من التنـاقص بفعل تأثير التضخم، الأمر الذي يحتم زيادة معدل النمو فـي قيمته عن معدل التضخم، وهو الأمر الذي يحتم إثارة قضية النمو عند التصدي لتقويم الأسهم العادية مما يعنـي حتميـة إسقاطنا لافتراض بقاء مكاسبها المتوقعة كما هي دون تغيير في المستقبل كما هو الحال السائد عند تقويم السندات والأسهم الممتازة.

ولقد كانت عملية تقويم الأوراق المالية وخاصة الأسـهم العادية وتقدير عوائدها تتم على أساس تقـديري لكـل مـن العلاقة بين المكاسب المتوقعة والسعر السوقي للسهم وكذلك العلاقة بين التوزيعات المتوقعة والسعر السوقي، حيـث لـم يكن هناك نموذج معين للتقويم يتصف بالاتفـاق أو القبـول

العام، في الوقت الذي ارتبط فيه الفكـ.ـر المـ.ـالي المعاصـ.ـر بظهور العديد من النماذج الرياضية التي تأخذ في اعتبارهـ.ـا التدفق النقدي المتوقع من السهم والتي تمتعت بمساحة كبيرة من القبول وشيوع الاستخدام ومنها نمـ.ـاذج معـ.ـدل العائـ.ـد الداخلي ونموذج Markowitz والذي عرف بنموذج العائـ.ـد السنوي والذي يمثل ركناً أساسيا في النظرية الحديثـ.ـة لإدارة محفظة الاستمارات Portfolio management حيث يـ.ـتم تحليل الأسهم العادية الفردية كجزء من كل محفظة الأوراق المالية التي قد يحتفظ بها المستثمر ولاعتبارات تتعلق بحجم هذا الكتاب فسوف نقصر عرضنا في محاولة الاهتمام بتقديم نماذج التقويم الأكثر شيوعا وقبولاً في الفكر المالي المعاصر وذلك على الوجه الآتي:

النموذج الأول لتقويم الاستثمار في الأسهم العادية:

يمكننا صياغة هذا النموذج على الوجه الآتي:

$$ق\ ع = \frac{ت_{١}}{م\ ع\ ط} \quad \ldots\ldots \quad (٤)$$

حيث إن:

ق ع: تمثل قيمة السهم العادي من وجهة نظر المـ.ستثمر في ظل معلوماته عن ت، م ع ط.

، ت ١: عبارة عن التوزيع السنوي المتوقع بعد نهاية من شرائه.

، م ع ط: عبارة عن معدل العائد المطلوب مـ.ن حملـ.ة الأسهم العادية.

فإذا افترضنا أن معـ.دل العائـ.د المطلـ.وب مـ.ن جهـ.ة المستثمرين المرتقبين لشراء الأسـ.هم العاديـ.ة ٤٠ % وأن التوزيع السنوي المتوقع ٦٠ جنيها للـ.سهم فيمكنـ.ا تطبيـ.ق النموذج رقم (٤) على الوجه التالي:

$$ق_{ع} = \frac{٦٠}{٠,٤٠} = ١٥٠ \text{ جنيها}$$

ويعني هذا التقويم أن المستثمر المرتقب يمكنه شراء هذا السهم بمبلغ ١٥٠ جنيها كحد أقصى) على أن يحصل سنويا على معدل عائد ٤٠ % يتحقق من خلال توزيعات سـ.نوية قدرها ٦٠ جنيه للسهم.

واعتمادا على البيانات المتاحة في هذا المثال الافتراضي يمكننا إثارة القضايا الفكرية التالية:

القضية الأولى:

أن قيمة التوزيع النقدي السنوي المتوقع (ت ١) والمحـددة في مثالنا الافتراضي بـ ٦٠ جنيه للسهم العـادي الواحـد، يمثل في واقع الأمر ومن خلال تسميته (الموقع) ذلك التيـار الذي يبدأ أوله بعد سنة كاملة من شـراء المـستثمر للـسهم العادي الجديد، وهو الأمر الذي يعني وبالضرورة أن هنـاك قيمة معينة للتوزيع الحالي للأسهم العاديـة المتداولـة قبـل الإصدارات الجديدة للمنشأة طالبة التمويل والتي ترمز لهـا بالرمز (ت صفر) والذي غالبا ما تكون ٦٠ جنيها للسهم أو أقل، حيث يبني المستثمرون توقعاتهم على أساس استقرارها أو زيادتها، وهو الأمر الذي يعني فـي النهايـة أن تقـدير المستثمرون لقيمة (ت ١) تعتمد أساسا على تحليلهم لقيمة (ت صفر) وذلك بالنسبة للمنشأة التي لها تاريخ أعمـال سـابق بالطبع.

والواقع أن المشكلة تنحصر هنا فـي إمكانيـة حـدوث اختلاف بين قيمتي (ت ١) المتوقعة والفعلية وهو أمر كثيـر الحدوث في مجال الممارسة العملية والذي يعكس تأثيره فـي

إعادة تقويم المستثمر للسهم العادي بعد نهاية السنة الأولـى من حيازته.

فإذا افترضنا أن قيمة (ت ١) الفعلية قد تحققت بقيمة أعلى من قيمة (ت ١) المتوقعة وبمعـدل ٢٥٦ % فـإن النتيجـة المتوقعة أن يعيد المستثمر تقويم استثماره في هذا السهم بقيمة أعلى والتي يمكن قياسها باستخدام النموذج رقـم (٤) علـى الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{٦٠ \times ١٢٥ \%}{٠,٤٠} = ١٨٧,٥ \text{ جنيه}$$

الأمر الذي يعني إلى ارتفاع قيمة السهم في أسواق رأس المال من ١٥٠ جنيها إلى ١٨٧,٥ جنيه وذلك كنتيجة منطقية لاختلاف تقديري المستثمر والسوق للتوزيعات السنوية والتي سبق لنا إيضاحها والذي يتم ترجمتـه عمليـا إلـى اتجـاه المستثمرون للاهتمام بهذه النوعية من الأسهم والحرص على الاحتفاظ بها.

ومن المنطقي أن الاتجاه العكسي والمتمثل فـي إمكانيـة انخفاض قيمة (ت ١) الفعلية عن قيمتها المتوقعة بمقـدار ١٠ جنيه مثلاً سوف ينتج عنه إعادة تقويم المستثمر للاسـتثمار

في هذا السهم وبقيمة أقل والتي يمكن قياسها أيضا باستخدام النموذج رقم (٤) على الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{\text{١٠ . ٦٠}}{\text{٠,٤٠}} = \text{١٢٥ جنيه}$$

وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم في أسواق رأس المال من ١٥٠ جنيها إلى ١٢٥ جنيه.ا وال.ذي ي.تم ترجمته عمليا إلى اتجاه المستثمرون نحو التخلص من ه.ذا الاستثمار فتزيد الكميات المعروضة منه عن كمياته المطلوبة لينخفض السعر إلى ١٢٥ جنيها فقط.

وفي واقع الأمر نجد أن قضيتنا الأولى والمث.ارة حالي.ا والمتعلقة باحتمالات حدوث اختلافات بين قيمت.ي التوزي.ع النقدي السنوي المتوقع والفعلي زيادة أو انخفاض تحتاج إلى الكثير من الجهد من جهة المستثمرين للوقوف على الأسباب الحقيقية لهذه الاختلافات والذي يتطلب توافر قدر من البيانات والمعلومات الحقيقية عن المركز المالي لل.شركة الم.صدرة للأسهم العادية موضع التقويم والتي يمكن الحصول عليها من خلال أسواق رأس المال المتصفة بالكف.اءة، حي.ث تتح.دد أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال م.ن

إلى الفهرس

خلال توافر كم من المعلومات المرتبطة بهذه الأوراق مثـ.ـل القيم السابقة الحالية وحجم أرباح الشركات المصدرة وموقفها المالي في سوق الأعمال بالإضـ.ـافة إلـ.ـى تقلبـ.ـات النـ.ـشاط الاقتصادي واتجاهاته الحالية والمتوقعة والظروف والأحوال السياسية الحالية والمتوقعة.. الخ.. وهو الأمر الذي يجعلنـ.ـا نحدد مفهوم سوق رأس المال الكفء داخـ.ـل إطـ.ـار تمتعـ.ـه بإمكانية توفير كل المعلومات الصحيحة المرتبطة بـ.ـالأوراق المالية المتداولة فيه بالشكل الذي يحدد أسعارها العادلة لكـ.ـل من بائعوها ومشتروها، حيث تتمكن الشركات المصدرة من بيع الأوراق المالية بسعر عادل يمكنها من الحـ.ـصول علـ.ـى احتياجاتها من التمويل المطلوب في ظـ.ـل تكلفـ.ـة تمويليـ.ـة مقبولة، وفي ذات الوقت تمكن المستثمرين من الحصول على هذه الأوراق بسعر عادل يضمن لهم تحقيـ.ـق معـ.ـدل عائـ.ـد مقبول ومجزي.

وفي هذا المجال قد يتساءل القارئ عن الأسـ.ـباب التـ.ـي يمكن أن تحدث الاختلافات المذكورة في قيمة التوزيع النقدي السنوي للسهم زيادة أو انخفاضا، والتي يمكننا حصرها فـ.ـي الأسباب المحتملة التالية:

أسباب خارجة عن نطاق تحكـم إدارة المنـشأة المـصدرة للأوراق المالية موضع التقويم مثل:

- تقلبات أسعار الصرف.
- تقلبات أسعار المواد الخـام ومـستلزمات الإنتـاج وكمياتها المعروضة.
- زيادة أو انخفاض الأعباء المرتبطة بالعمالة.
- تقلبات أسعار الفائدة والعمولات البنكية.
- تقلبات أسعار الطاقـة وتأثيراتهـا علـى التـشغيل والإنتاج.
- الرواج أو الركود الاقتصادي العام.
- الحالة المالية لمديني المنشأة.
- درجة المنافسة بين المنتجين.
- درجة استقرار النظم والأحوال السياسية العامة.

*** أسباب مرتبطة بمدى كفـاءة الإدارة الداخليـة للمنـشأة المصدرة للأوراق المالية موضع لتقديم مثل:**

- مدى سلامة القرارات المالية المتعلقة بالتمويل مـن حيث مدى سلامة هيكل التمويـل والهيكـل المـالي للمنشأة.

- مدى سلامة القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار من حيث مدى سلامة هيكل الأصول، ومـدى سـلامة التوسعات في نشاط المنشأة وحجمها.
- مدى كفاءة المنشأة في إدارة رأس المال العامل.
- مدى كفاءة المنشأة في إدارة استثماراتها الثابتة.
- مدى كفاءة نظم الرقابة المالية بالمنشأة ومدى سلامة النظم المحاسبية التي تطبقها.
- مدى كفاءة الجهاز القائم على مراجعة الجودة علـى منتجات المنشأة.
- مدى كفاءة الوظائف التسويقية بالمنشأة.
- مدى كفاءة جهاز التحصيل بالمنشأة.
- مدى كفاءة الهيكل التنظيمي بالمنشأة.
- مدى كفاءة إدارة المنشأة فـي معالجـة التغيـرات والمؤثرات الخارجية عند حدوثها.
- مدى كفاءة نظم الرقابة على المخزون بالمنشأة.
- مدى كفاءة جهاز الشراء بالمنشأة.

وتؤكد هنا على أهمية تبني المستثمرين لمنهجية البحـث العلمي Research Methodology وفي صورتها المبسطة

وذلك عند تصديهم لتحديـد الـسبب أو الأسـباب الحقيقيـة للاختلافات التي تحدث بين قيمتي التوزيع النقـدي الـسنوي الفعلي والمتوقع والمتمثلة في تعامله مع هذه الاختلافات فـي حدود كونها مجرد ظواهر Phenomena سلبية أو إيجابيـة تتطلب جهدا تحليليا للتوصل إلى أسبابها الحقيقية تبدأ بتبنـي عدد من الأسباب المحتملة كالتي سبق ذكرها تفصيلاً والتـي تم تحديدها في مجالين أساسيين وهـا الأسـباب المحتملـة والخارجة عن نطاق تحكم إدارة المنشأة المصدرة لـلأوراق المالية محل التقويم بالإضافة إلى الأسباب المحتملة الأخـرى والمرتبطة بمدى كفاءة الإدارة الداخلية للمنشأة المصدرة لهذه الأوراق المالية، والتي يطلق عليها في مجال البحث العلمـي اصطلاح القروض Hypotheses، حيـث تـأتي مرحلـة صياغة القروض بعد الانتهاء من مرحلـة التحديـد الـدقيق للظاهرة أو المشكلة موضع البحث، حيث يبدأ البحـث فـي موضوع يرتبط بعدم الوضوح أو عدم المعرفة عن موقـف معين أو موضوع ما مع عدم للتأكـد مـن أشـياء محـددة وقاطعة، فتأتي هذه المرحلة التي تـرتبط باتبـاع أسـلوب التجربة والخطأ داخل نطاق مخطط وغير عـشوائي يطلـق

عليها مرحلة وضع الفروض والتي تعني تحديد ع.دد م.ن التوقعات التي لم يتم التأكد من صحتها بعد، حي.ث ينته.ي الجهد البحثي إما بالتثبت من صحتها أو ع.دم صد.حتها أو صحة بعضها وعدم صحة البعض الآخر أو صحة الف.رض ذاته بنسبة غير كاملة.

إن ما سبق ذكره يؤكد على أهمية ال.ربط ب.ين عملي.ة التقويم وبين نشاط التحليل المالي الأساسي للمرك.ز الم.الي للمنشأة المصدرة للأوراق المالية، وهو الأمر الذي حتم علينا أن نخصص الفصول التالية من هذا الكتاب لعرض الإط.ار التفصيلي للتحليل المالي المعاصر والذي يمكن أن ندعي أن لنا الكثير من الإضافات العلمية إليه وذلك في مجالي الكت.ب الجامعية والعلمية والبحوث الأكاديمية بالإضافة إلى مج.ال التدريب الإداري.

القضية الثانية:

ترتبط هذه القضية أيضا بقيمة التوزيع النق.دي ال.سنوي المتوقع للسهم العادي (ت ١) والذي يمث.ل ب.سط المعادل.ة الأساسية للتقويم، والذي افترضنا وحتى الآن ثب.ات قيمت.ه وعدم نموها طوال فترة الاحتفاظ بالسهم العادي، وهو الأمر

الذي يتعارض تماما مع ما سبق أن أ:دنا عليه من احـ.تلال الأسهم العادية لمكانة متميزة في أسواق رأس المال كواحـ.د من أهم المجالات الاستثمارية المتاحة لحماية القوة الـ.شرائية للنقود من التناقص بعل تأثير التضخم وهو الأمر الذي يحتم ارتباط توزيعاتها السنوية بمعدل للنمو يتجاوز معدل التضخم السنوي، وهو الأمر الذي يحـ.تم تعـ.ديل النمـ.وذج الـ.سابق لاستيعاب معدل النمو وذلك على الوجه التالي:

النموذج الثاني لتقويم الاستثمار في الأسهم العادية:

ويمكننا صياغة هذا النموذج على الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{\text{ت صفر}\ (1 + \text{م})}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

أو:

$$\text{ق ع} = \frac{\text{ت } 1}{\text{م ع ط} - \text{م ق}} \quad \text{............} \quad (5)$$

حيث إن:

ق ع: قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر في ظل معلوماته عن ت ١، م ع ط، م ق.

، ت ١: عبارة عن التوزيع السنوي المتوقع بعد نهاية سنة من شرائه (ت صفر بمعدل نمو م ق).

م ع ط: عبارة عن معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية.

، م ق: عبارة عن معدل النمو المتوقع في أرباح التوزيع والذي يتصف بالثبات والانتظام.

ولمزيد من الإيضاح نعـ.ود إلـ.ى اسـ.تخدام المعلومـ.ات الافتراضية الواردة في المثال السابق والتي تم تطبيقها علـ.ى النموذج رقم (٤) وبإضافة معلومة عن معدل النمو المتوقـ.ع (م ق) وليكن ١٠ % يمكننا تقويم الاستثمار في السهم العادي باستخدام النموذج رقم (٥) على الوجه التالي:

$$ق ع = \frac{ت ١}{م ع ط - م ق}$$

$$ق_{ع} = \frac{٦٠}{٠,٤٠ - ٠,١٠} = ٢٠٠ \text{ جنيه}$$

وبالمقارنة بين نتائج تطبيـ.ق النمـ.وذجين رقمـ.ي ٤، ٥ والمرتبطة بتقويم المستثمر للسهم العادي يتأكـ.د أن إدخـ.ال معدل النمو المتوقع في حسابات التقويم قد نتج عنـ.ه زيـ.ادة

قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر من ١٥٠ جنيها إلى ٢٠٠ جنيه وهو الأمر الذي يؤكد على أهميـ.ـة احتـ.ـواء نموذج تقويم الاستثمار في الأسهم العاديـ.ـة كمجـ.ـال يـ.ـسمح باستيعاب آثار التضخم على معدل النمو المتوقع.

وأيضا ولمزيد من الإيضاح نوجه الانتباه إلى أن:

$$\text{ت}_{١} = \text{ت}_{\text{صفر}} \left(١ + \text{م}_{\text{ق}}\right)$$

أي أن قيمة التوزيع السنوي المتوقع بعد نهاية سنة مـ.ـن شراء المستثمر للسهم سيتعادل مع قيمـ.ـة التوزيـ.ـع الحـ.ـالي مضافاً إليه قيمة معدل النمو وهو الأمر الذي يعني أن قيمـ.ـة التوزيع الحالي للسهم (ت صفر) تبلـ.ـغ ٥٤,٥٥ جنيهـ.ـا وأن نموها بمعدل ١٠ % سيصل بها إلى ما قيمته ٦٠ جنيها في نهاية السنة الأولى من شراء المستثمر للسهم.

وسنقوم الآن باشتقاق نموذج آخر من النمـ.ـوذج الـ.ـسابق عرضه رقم (٥) ليظهر كما يلي [١].

$$\text{م}_{\text{عط}} = \frac{\text{ت}_{١}}{\text{ق}_{\text{ع}}} + \text{م}_{\text{ق}} \quad ..... (٦)$$

---

[1] – لقد سبق أن عرضنا لهذا النموذج عند قياس تكلفة التمويل بالملكية في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

ويعني التعبير اللفظي لهذا النموذج أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية} = \frac{\text{قيمة التوزيع السنوي المتوقع}}{\text{السعر الجاري السوقي للسهم الواحد}} + \text{معدل النمو المتوقع}$$

والسؤال الذي يطرح نفسه الآن يتعلق بمدلول واسـتخدام هذا النموذج المشتق؟

وللإجابة عن هذا السؤال يمكننا التأكيد علـى أن مـدلول النموذج يمكن تحديده من خلال التركيز على الطرف الأيمن من المعادلة المكونة للنموذج والذي نجده هنـا متمـثلا فـي معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية **والذي يعكس اهتمام إدارة المنشأة طالبة التمويـل والمـصدرة للأسـهم العادية**، والتي تحرص على قياس وتحديد التكلفة التمويليـة الحدية والمرتبطة بالإصدارات الجديـدة للأسـهم العاديـة والمتمثلة هنا في معدل العائد المطلـوب مـن المـستثمرين المتوقع حيازتهم لهذه الأسهم والذي يعكس من وجهة نظرهم تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost والتي تعني فـي صورتها العامة (قيمة المورد في أقيم حالاته) والذي يعنـي ومن منظور المستثمر حائز السهم العادي "أعلى معدل عائد على هذه الأسهم يمكن تحقيقه من خلال أسهم مماثلة صادرة

من منشآت تعمل في نفس مجال النشاط وتحوي نفس القـ.ـدر من المخاطرة.

يتبين مما سبق أن هذا النموذج قد تم اشتقاقه ليستخدم من جانب المنشأة المصدر للأسهم العادية، والتي تحـ.ـرص مـ.ـن خلال استخدامه **على قياس تكلفـ.ـة الاحتفـ.ـاظ بالمـ.ـساهمين حائزي أسهمها العادية من خلال حتمية احتـ.ـرام رغبـ.ـاتهم** وتوقعاتهم والحرص على تحويلها إلى أمر واقع على الأقـ.ـل ممثلاً في جعل الفرصة البديلة أمامهم مساوية للصفر، بمعنى أن تكون استثماراتهم في أسهمها تحقق عائدا لا يقـ.ـل عـ.ـن مثيلاتها في النشاط ودرجة المخاطرة.

وفي مثالنا هذا فإن عدم قدرة المنشأة على تحقيق معـ.ـدل عائد على الاستثمار لحملة الأسهم العادية ٤٠ % كحد أدنـ.ـى سوف يؤدي إلى حدوث العديد مـ.ـن الانعكاسـ.ـات الـ.ـسلبية المؤثرة على مركزها المالي وقدرتها على الاستمرار في دنيا الأعمال، أهمها اتجاه القيم السوقية لأسـ.ـهمها العاديـ.ـة نحـ.ـو الانخفاض في أسواق رأس المال وبالتالي إلى انخفاض قيمة المنشأة ذاتها، حيث اتفقت الكتابات المكونـ.ـة للفكـ.ـر المـ.ـالي

المعاصر على أن تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم قيمـ.ـة أسهمها العادية هو الهدف المالي الأكثر قبولاً.

هذا عن تفسير مدلول الطرف الأيمن المكون للنموذج رقم (٦) فما هو الأمر بالنسبة لطرفه الأيسر.

$$\left(\frac{ت_{١}}{ق_{ع}} + م\ ق \right).؟$$

الواقع أنه إذا كان الطرف الأيمن وكما سبق أن أوضحنا يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب من جانـ.ـب حائزي الأسهم العادية على استثماراتهم فيها والـ.ـذي يمثـ.ـل تكلفة تمويلية بالنسبة للمنشأة المصدرة لهذه الأسهم، يمكننـ.ـا التأكيد على أن الطرف الأيسر من هـ.ـذا النمـ.ـوذج موضـ.ـع النقاش يعكس النتائج المالية المحققـ.ـة أو الواجـ.ـب تحقيقهـ.ـا وكذلك السياسات المالية المطبقة أو الواجـ.ـب تطبيقهـ.ـا مـ.ـن جانب إدارة المنشأة المصدرة للأسهم العادية لكي تتمكن مـ.ـن الاحتفاظ بمساهميها حائزي هذه الأسهم.

وبمراجعة مكونات الطرف الأيسر من النموذج رقـ.ـم (٦) نجده مكوناً من جزءين أولهما يعبر عن العلاقة بـ.ـين قيمـ.ـة

الأرباح الموزعة للسهم بين السعر الجاري الـ.سوقي للـ.سهم العادي

$$\left(\frac{\text{ت}_{\text{١}}}{\text{ق}_{\text{ع}}} \right)$$

في حين يعبر جزئه الثاني عن معدل النمو المتوقع ($\text{م}_{\text{ق}}$)، ونعتقد أن كلاهما يحتاج إلى مزيد من التوضيح.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين قيمة الأرباح الموزعـ.ـة للـ.سهم وبين السعر الجاري السوقي للسهم العادي

$$\left(\frac{\text{ت}_{\text{١}}}{\text{ق}_{\text{ع}}} \right)$$

فننوه إلى تركيز اهتمامنا في بسط هذه العلاقة والمتمثـ.ل في قيمة الأرباح الموزعة أو المتوقع توزيعها بعد نهاية سنة كاملة من حيازة المستثمر للسهم العادي والتي تتحدد منطقيـ.ا كنتيجة مباشرة لمحصلة التفاعل النهائي بين عـ.املين اثنـ.ين **أولهما** النتائج المالية التي حققتها المنشأة المصدرة أو المتوقع تحقيقها والمتمثلة في قيمة الأرباح الصافية (الخسائر) القابلة للتوزيع **وثانيهما** يتمثل في سياسة توزيع الأرباح التي تطبقها المنشأة المصدرة حاليا وما يمكن أن تكون عليه مستقبلاً.

وفيما يتعلق بالعامل الأول والمتعلق بقيمة الأرباح الصافية القابلة للتوزيع فهي المحصلة النهائية للأداء الإداري لمنشأة بمختلف جوانبه ومدى كفاءته وفعاليته، حيث تمتد الجوانب المذكورة للأداء الإداري لتشمل تلك المتعلقة بالوظائف الإنتاجية . البيعية والتسويقية . المشتريات والمخازن . بالإضافة إلى الوظيفة المالية كل ذلك داخل نطاق الإدارة العليا للمنشأة، حيث يمكننا التأكيد على العلاقة الطردية الواضحة بين كفاءة الأداء الإداري وبين النتائج المالية المحققة أو المتوقعة والتي تتحدد من خلال قيمة صافي الأرباح القابلة للتوزيع (وذلك بافتراض ثبات العوامل الأخرى) والتي تلعب دورا مؤثرا في تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال.

وفي هذا المجال يهمنا التأكيد على حتمية التكامل الواضح فيما بين كفاءة لوظائف المذكورة والمكونة للأداء الإداري الشامل، هذا بالإضافة إلى التأكيد على اهتمامنًا بالوظيفة المالية والتي تمتد بطبيعتها لتتغلغل داخل مكونات الوظائف المكونة للأداء الإداري حيث تعتبر وظيفة استشارية يقع

عبء أدائها وبالكامل على الإدارة العليا للمنشأة والتي تعنـي في مفهومها المعاصر مجموعة القرارات والتصرفات المالية التي تؤدي إلى تحقيق الأهداف المالية للمنشأة، حيث يمكننـا النظر إليها وبالمفهوم المذكور على أنها مجموعة القـرارات المالية التي تتعلق بالتمويل والاستثمار.

وفيما يتعلق بالعامل الثاني والمحدد لقيمة الأرباح الموزعة للسهم والمتمثل في سياسة توزيـع الأربـاح . Divident policy . فهي تلك السياسة التي تحدد ذلـك الجـزء مـن الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الـذي يتميـز والذي يمثل مصدرا هاما لتمويل التوسعات الاستثمارية فـي المنشآت القائمة.

والواقع أن الفكر المالي النظري والتطبيقي يتضمن العديد من السياسات المالية والتي لها تأثيرها المباشر علـى قيمـة المنشأة وعلى مدى قدرتها على البقاء في دنيا الأعمال منهـا تلك السياسات المالية المتعلقة بكيفية التصرف فـي الأربـاح القابلة للتوزيع والتي تخـص وبكامـل قيمتهـا المـلاك أو المساهمين حملة الأسهم العادية، حيث تدور تلك الـسياسات حول عدة سياسات بديلة **أولهما** توزيع الأرباح وبكامل قيمتها

إلى الفهرس

على المساهمين، وثانيها احتجاز الأربـاح بكامـل قيمتهـا واستخدامها كمصدر لتمويل الاستثمارات الإضافية المقترحة، أما البديل الأخير والذي يمثل الحالة الأكثر شيوعا فيتمثل في الجمع بين التوزيع والاحتجاز حيث تكمن المشكلة هنـا فـي إقرار الهيكل النهائي الذي يجمع بين التوزيـع والاحتجـاز حيث تختلف الآثار الناتجة عن هيكل توزيعي معـين عـن الآثار الناتجة عن هيكل توزيعي آخر، الأمر الذي يؤكد على ضرورة البحث عن تلك السياسة المثلى للتصرف في الأرباح القابلة للتوزيع والتي تنعكس في قرار المنـشأة فـي مجـال المقارنة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجازها لإعادة استثمارها داخل المنشأة.

وفي هذا المجال نؤكد على أن أولى المحاولات العلميـة الجادة في مجال تحديد السياسة المثلى لتوزيع الإرباح تلـك؛ التي تمثلت في نظرية الفائض والتي تـرى أن التوزيعـات تمثل وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح وأن حجم التوزيعات يتحدد وبدرجة جوهرية ومباشرة بقرارات إدارة المنشأة فيما يتعلق بالتوسعات الاستثمارية المقترحة، حيث يمكننا تلخيص مضمون هذه النظرية في ترحيب المساهمين حملة الأسـهم

العادية بعدم توزيع الأرباح أو جزء كبير منها إذا كان معدل العائد المتوقع توليده من إعادة استثمار أربـ.احهم المحتجـ.زة يعادل على الأقل معدل العائد الذي يطلبـ.ون تحقيقـ.ه مـ.ن استثماراتهم في الأسهم العادية للمنشأة مع التأكيد على عـ.دم وجود أية علاقة بين توزيع الأرباح أو عدم توزيعها وبـ.ين قيمة المنشأة حيث يتحدد التصرف في الأرباح القابلة للتوزيع بمدى وجود اقتراحات استثمارية مجدية وهو الأمـ.ر الـ.ذي سبق لنا توضيحه بشكل مفصل في الفصل الثالث مـ.ن هـ.ذا الكتاب وبالتحديد في مجال قياس تكلفة التمويـ.ل بالأربـ.اح المحتجزة.

والآن عزيزي القارئ نعتقد أن المجـ.ال أصـ.بح مهيئـًـ.ا للتحديد الدقيق والنهائي للأسلوب الواجـ.ب اتباعـ.ه لتقـ.ويم الاستثمار الموجه للأسهم العادية والذي يعتمد وبشكل مباشر على استخدامنا لكل من النموذج رقم (١) والنموذج رقم (٥) والسابق عرضهما بشكل مفصل وفي اتجاه تحقيق هذه المهمة فسوف تتعامل مع البيانات التالية والمرتبطة بالأسهم العاديـ.ة المتداول في سوق رأس المـ.ال والتـ.ي أصـ.درتها إحـ.دى الشركات:

- التوزيع الحالي للسهم وقبل الإصـدار الجديـد ٥٠ جنيها للسهم (ت صفر).
- معدل النمو المتوقع في التوزيعات ١٠ % (م ق)
- معدل العائد المطلوب من المساهمين القدامى والجدد ٢٥ % (م ع ط)
- مدة الاستثمار في الأسهم ١٠ سنوات.

والسؤال الآن ينحصر فـي كيفيـة اسـتخدام البيانـات المذكورة لمساعدة المستثمر المرتقب في مجال تقـويم هـذا الاستثمار طويل الأجل والمرتبط بالـسهم العـادي موضـع التقويم؟

ولنبدأ حساباتنا باستخدام النموذج رقم (٥) والخاص بتقويم الاستثمار في الأسهم العادية والذي نعيد كتابته على النحـو التالي:

$$\text{ق}_{\text{ع}} = \frac{\text{ت صفر } (1 + \text{م}_{\text{ق}})}{\text{م}_{\text{ع ط}} - \text{م}_{\text{ق}}}$$

أي أن:

$$\text{قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر} = \frac{\text{قيمة التوزيع المتوقع بعد سنة}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو المتوقع}}$$

ويتم تطبيق هذا النموذج باستخدام البيانات المتاحـ .ة كمـ .ا يلي:

$$ق_{ع} = \frac{٥٠\ (١,١٠)}{٠,٢٥\ -\ ٠,١٠} = \frac{٥٥}{٠,١٥} = ٣٦٦,٦٧ \text{ جنيه}$$

فهل يمكننا القول بأن قيمة هذا السهم من منظور المستثمر = ٣٦٦,٦٧ جنيه؟

والإجابة ستكون بالإيجاب فيما إذا كان هـ .ذا الاسـ .تثمار مدته الزمنية سنة واحدة فقط أي بعد سنة من شـ .رائه الآن، ولكنها ستكون وبالضرورة في اتجاه النفي القاطع حيـ .ث إن هذا الاستثمار والمرتبط بشراء المستثمر لهذا السهم العـ .ادي يمثل استثمارا طويل الأجل حيث يبحث المستثمر عن تلـ .ك القيمة التي يدفعها الآن في هذا السهم كحد أقصى في مقابـ .ل حصوله على تيار من التوزيعات المتناميـ .ة بمعـ .دل ١٠ % سنويا ولمدة ١٠ سنوات قادمة في ظل طلبه تحقيـ .ق معـ .دل عائد سنوي مركب قدره ٢٥ %؟

ومن الواضح أن التساؤل الأخير يعكس أمرا منطقيا وأن الإجابة عنه تتطلب تطبيق النموذج رقم (١) والـ .ذي سـ .وف نعيد كتابته على النحو التالي:

السعر السوقي للسهم العـادي = القيمـة الحاليـة لتيـار التوزيعات المتنامية + القيمة الحالية للقيمة المستردة للـسهم العادي في نهاية مدة الاستثمار.

إن معدل الخصم الواجب استخدامه هنـا لإيجـاد القيمـة الحالية لكل من تيار التوزيعات المتنامية والقيمـة المـستردة للسهم العادي في نهاية مدى الاستثمار سيعكس بالـضرورة معدل العائد المطلوب من المستثمر المتصدي لمجال التقـويم والمحدد في مثالنا هذا بـ ٢٥ %.

ويمكن عرض حساباتنا ضمن محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١٣)

السنوات / البيان	حاضر [illegible]	نهاية الأولى	نهاية الثانية	نهاية الثالثة	نهاية الرابعة	نهاية الخامسة	نهاية السادسة	نهاية السابعة	نهاية الثامنة	نهاية التاسعة	نهاية العاشرة	الإجمالي
(١) [illegible]	[illegible]											
(٢) [illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
(٣) [illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	
(٤) [illegible]	[illegible]										[illegible]	
(٥) [illegible]	[illegible]											
(٦) [illegible]	[illegible]											

إلى الفهرس

إن متابعة محتويات الجدول السابق تؤكد للمستثمر الـذي لديه خبرة كافية في هذا المجال أن تقويمه للسهم العـادي . الذي توافرت لديه بيانات عنه من خلال الشركة المصدرة له والمتمثلة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في هـذا المجال (م ع ط) وهو ٢٥ % وقيمة التوزيع الحالي للـسهم (ت صفر) وهي ٥٠ جنيها للسهم والفتـرة الزمنيـة التـي يستغرقها الاستثمار في هذا الـسهم وهـي عـشر سـنوات بالإضافة إلى معدل نمو التوزيعات المتوقع وهو ١٠ % . . هو ٢٦٦,٣٧ جنيه.

ولكننا وداخل إطار حرصنا الشديد على توسـيع قاعـدة القراء المستفيدين نؤكد على التوضيحات التالية:

١- أن قيمة التوزيع الحالي للسهم (ت صفر) والمحـددة بمبلغ ٥٠ جنيها قد تم وضعها في السنة صفر والتي تعكس الموقف الآن بالنسبة للمـستثمر المتـصدي لتقويم الاستثمار في هذه الأسهم.

٢- أن القيم المطلقة لتيار التوزيعات المتوقعة قـد تـم حسابها في نهاية السنوات العـشر المكونـة لفتـرة الاستثمار المستقبلية بمعدل نمو سنوي ١٠ % ليصل

مجموعها الحسابي المتراكم إلـ ـى ٨٧٦,٥٨ جنيـ ـه والتي كان يمكن التوصل إليها بأسلوب آخر يتمثـ ـل في تحريك كل توزيع متوقع بعد اسـ ـتثماره بمعـ ـدل ١٠ % بمعدل ١٠ % أيضا وهكذا حيث كان يمكننا التوصل إلى قيمة التوزيع المتوقع في نهاية الـ ـسنة الثانية كما يلي: ٥٥ × (١,١٠) = ٦٠,٥٠ جنيـ ـه. وقيمة التوزيع المتوقع في نهايـ ـة الـ ـسنة الثالثـ ـة = ٦٠,٥٠ × (١,١٠) = ٦٦,٥٥ جنيه.

... وهكذا ويمكن للقارئ أن يستخدم الطريقة التي اتباعها داخل محتويات الجـ ـدول الـ ـسابق. أو الطريقـ ـة المـ ـذكورة فسيصل بأي منهما إلى نفس النتائج.

٣- أن المستثمر وفي هذه المرحلة التـ ـي يواجـ ـه فيهـ ـا موقفًا محددا ينحصر في تقويمه الآن لسهم عادي من المتوقع أن يولد هذا التيار المتنامي من التوزيعـ ـات النقدية لا يمكنه التعامل مـ ـع مجموعهـ ـا الحـ ـسابي المتراكم في نهاية العشر سنوات، الأمر الذي يطلبه من الاستثمار في هذا السهم (كحد أدنـ ـى بـ ـالطبع) الأمر الذي حتم عليه خصم هذا التيار بمعدل خصم

٢٥ % وحصوله على معاملات القيمة الحالية م ـ ن الجدول الأول ليحصل على قيم ـ ة حالي ـ ة ق ـ درها ٢٦٤,٦ جنيه وهو الأمر الذي يعني وف ـ ي التحلي ـ ل النهائي أنه إذا دفع الآن مبلغ ٢٦٤,٦ جنيه وح ـ صل على تيار متنامٍ من التوزيعات ق ـ درها ٥٥ جنيه ـ ا، ٦٠,٥٠ جنيه، ٦٦,٥٥ جنيه، ٧٣,٢١ جنيه، ٨٠,٥ جنيه، ٨٨,٥٨ جنيه، ٩٧,٤٤ جنيه، ١٠٧,١٨ جنيه، ١١٧,٩٠ جنيه، ١٢٩,٦٩ جنيه في نهاية ال ـ سنوات من الأولى حتى العاشرة على التوالي سيحقق معدل عائد سنوي مركب قدره ٢٥ % تماما وأنه إذا دف ـ ع مبلغاً يزيد على ٢٦٤,٦ جنيه في مقاب ـ ل الح ـ صول على تيار التوزيعات المذكورة سيحقق بال ـ ضرورة معدل عائد سنوي مركب أقل من ٢٥ % وأن ـ ه إذا دفع مبلغاً يقل عن ٢٦٤,٦ جنيه في مقابل الحصول على تيار التوزيعات المذكورة سيحقق وبال ـ ضرورة معدل عائد سنوي مركب أكبر من ٢٥ %.

٤- هل ترى عزيزي القارئ أن التقويم النه ـ ائي له ـ ذا السهم العادي من وجهة نظر المستثمر يتمث ـ ل ف ـ ي

قيمة قدرها ٢٦٤,٦ جنيه والتي توصلنا إليهـا فـي النقطة السابقة مباشرة؟

والإجابة المنطقية أن القيمة التي توصلنا إليها حتـى الآن تمثل جزءا من القيمة التي يجب أن نصل إليها، حيث يتبقـى تحديد القيمة الحالية لقيمة السهم المستردة في نهايـة الـسنة العاشرة من الآن والتي تحتم وبالضرورة تحديد قيمة الـسهم السوقية في نهاية السنة العاشرة من الآن قبل إيجـاد قيمتهـا الحالية.

ولنبدأ بتوضيح كيفية تحديد القيمة السوقية للسهم موضـع التقويم في نهاية السنة العاشرة وذلك مـن خـلال تطبيـق النموذج رقم (٥) وذلك على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة العاشرة} = \frac{\text{ت}_{١٠} (١ + \text{م}_{\text{ق}})}{\text{م ع ط} . \text{م ق}}$$

$$= \frac{١٢٩,٦٩ (١,١٠)}{٠,٢٥ . ٠,١٠} = \frac{١٤٢,٦٦}{٠,١٥} = ٩٥١,١ \text{ جنيه}$$

ومن الواضح أن القيمة التـي توصـلنا إليهـا تؤكـد أن المستثمر وعند تصديه لتحديد قيمة السهم يبني تقديره على . افتراض قبول مستثمر آخر لشراء هذا السهم في نهاية فتـرة احتفاظه به، أي أن القيمة السوقية التي توصلنا إليهـا وهـي

١,٩٥١ جنيه تعكس بوضوح تلك القيمة التي سيحصل عليها المستثمر المتصدي للتقويم الآن في مستثمر آخر يقبل شراء هذا السهم في نهاية السنة العاشرة مـ.ـن الآن بمبلـ.ـغ ١,٩٥١ جنيه على أساس أنه يحقق توزيع فعلي قدره ١٢٩,٦٩ جنيه ينمو بعد سنة (في نهاية السنة الحادية عشر بالنسبة للمستثمر المرتقب) بمعدل ١٠ % ليصل إلى ١٤٢,٦٦ جنيه في ظـ.ـل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار ٢٥ % أيضا.

وعودة إلى المستثمر الحالي والمتصدي لتقويم الاسـ.ـتثمار في هذا السهم حيث سيفكر من منطق حصوله علـ.ـى مبلـ.ـغ ١,٩٥١ جنيه بعد ١٠ سنوات من الآن في ظل طلبه لمعـ.ـدل عائد على الاستثمار قدره ٢٥ % وبالتالي سـ.ـيقوم بحـ.ـساب قيمته الحالية كما يلي:

القيمة الحالية لمبلغ ١,٩٥١ جنيه بعد ١٠ سنوات بمعـ.ـدل خصم ٢٥ %

$$= ١,٩٥١ \times \frac{١}{(١,٢٥)^{١٠}}$$

$$= ١,٩٥١ \times ٠,١٠٧ = ١٠١,٧٧$$ جنيه.

وكما سبق أن أكدنا علـى أن المـستثمر ينبـغي تقويمـه للاستثمار في هذا السهم بناء على تقديره للقيمة الحالية لكـل من تيار التوزيعات المتوقعة من السهم والقيمة السوقية للسهم في نهاية فترة الاستثمار باستخدام معدل خصم يعكس معـدل العائد الذي يطلبه من هذا الاستثمار فيصبح واضحا الآن أن:

قيمة السهم من منظور المـستثمر = ٢٦٤,٦ + ١٠١,٧٧ = ٣٦٦,٣٧ جنيه.

وفي هذا المجال يؤكد فان هـورن [١] علـى أن بعـض الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال تتجه أسعارها السوقية نحو الارتفاع المستمر على الرغم من عدم قيـام الـشركات المصدرة لها بإجراء أية توزيعات نقدية لحملة هذه الأسـهم الأمر الذي يرجع في الواقع إلى أن المستثمرين يتوقعون بيع هذه الأسهم بأسعار أكبر بكثير من أسـعار شـرائها حيـث يعتمدون فقط عند تقويمهم لهذه الأسهم على القيمة النهائيـة بدلاً من اعتمادهم على التوزيعات والقيمة النهائية معا هـذا بالإضافة إلى أن الشركات التي تمتنع عن إقرار توزيعـات لحملة أسهمها العادية غالبا ما تتمكن من تحـسين مركزهـا

---

1 – James C, Van Horne, op. cit., p. 300.

إلى الفهرس

المالي وقوتها الإيرادية وبالتالي إجـراء توزيعـات مبـالغ ضخمة بعد فترة من الزمن.

تقـويم الأسـهم الممتـازة: Preferred stock returns and valuation:

لقد سبق أن أوضحنا في الفصل الثاني من هذا الكتاب أن السهم الممتاز كمجال من مجالات الاستثمار المتاحة يتصف بأنه يحقق دخلا ثابتا بمعنى أن التوزيعـات المرتبطـة بهـا تتصف بالثبات وتدفع على فترات منتظمة بالإضافة إلى عدم ارتباطها بتاريخ استحقاق محدد الأمر الذي يؤكد على كونها مجال للاستثمار طويل الأجل كما أنها مصدر من مـصادر التمويل طويلة الأجل من منظور الشركات المصدرة لها.

والواقع أن الصفة المذكورة والمتمثلة في ارتباط الأسـهم الممتازة بتوزيعات ربحية ثابتة ومحددة طوال فترة سـريانها يعني أن قضية النمو في التوزيعات يخرج عن نطاق تقـويم المستثمر لها؛ الأمر الذي يعني وبالضرورة الاتجـاه نحـو استخدام النموذج رقم (٢) والسابق عرضه عند مناقشة تقويم الاستثمار في الأسهم العادية غير المتناميـة وبعـد إعـادة صياغته على النحو التالي:

$$ق_{ز} = \frac{ت_{ز}}{م_{ع ط}}$$

حيث إن:

$ق_{ز}$: تعني قيمة السهم الممتاز من وجهة نظر المستثمر.

، ت ز: تعني التوزيع النقدي المتوقع للسهم الممتاز.

، م ع ط: تعني معدل العائد المطلوب من المستثمر.

فإذا افترضنا أن السهم الممتاز يحقق توزيعا سنويا قـ.دره ٦٠ جنيها، وأن المستثمرين في هذا المجال يطلبـ.ون عائـ.دا على الاستثمار قدره ١٥ % فسيكون تقويمهم لهذا السهم على النحو التالي:

$$ق_{ز} = \frac{٦٠}{٠,١٥} = ٤٠٠ \text{ جنيه}$$

وهنا قد يبدي القارئ اعتراضا على هذا التقويم من خلال تعامله مع هذا الاستثمار في السهم الممتاز من خلال كونـ.ه استثمارا قصير الأجل لسنة واحدة على الرغم مـ.ن تأكيـ.دنا السابق على كونه استثمارا طويل الأجل.

ونحن بدورنا نؤكد للقارئ على أن تقويمه للاستثمار فـ.ي السهم الممتاز بالصورة الموضحة يمثل إجراء سـ.ليما علـ.ى

الرغم من كونه استثمارا طويل الأجل يمتد لمدة عشر سنوات قادمة حيث سنصل إلى نفس نتيجة التقويم في حالة التعامـ.ل مع تيار التوزيعات الثابتة لمدة عشر سنوات قادمة ولتأكيـ.د هذه الحقيقة فسوف نعيد تقويمنا للاستثمار في هذا السهم على النحو التالي:

السعر السوقي للسهم = القيمة الحالية لتيـ.ار التوزيعـ.ات الثابتة لمدة ١٠ سنوات بمعدل خصم ١٥ % + القيمة الحالية للقيمة المستردة للسهم الممتاز في نهاية السنة العاشرة.

$$= ٦٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,١٥)^{١٠}}}{٠,١٥} + \frac{٦٠}{٠,١٥} = \frac{١}{(١,١٥)^{١٠}}$$

= ٦٠ × ١,٦٤٧ + ٤٠٠ × ٠,٢٤٧.

= ٣٠١,٢ + ٩٨,٨ = ٤٠٠ جنيه وهي نفس القيمة التي توصلنا إليها من خلال التقويم المبسط.

ويلاحظ أننا لم نضطر هنا إلى إعداد جدول موسع لإعداد هذا التقويم كما سبق أن تعاملنا مع تقويم الأسهم العادية حيث يرجع هذا الاختصار إلى أننا الآن في مجال التعامل مع تيار ثابت من التوزيعات وبالتالي اتجهنا للتعامـ.ل مـ.ع الجـ.دول الثاني من جداول القيمة الحالية لإيجاد معامل قيمـ.ة حاليـ.ة

إلى الفهرس

١,٦٤٧ لإيجاد القيمة الحالية لتدفق نقدي سـ.نوي قـ.دره ٦٠ جنيها لمدة ١٠ سنوات مع تعاملنا مع الجدول الأول لإيجـ.اد القيمة الحالية للقيمة المستردة للسهم الممتاز في نهاية الـ.سنة العاشرة.

تقويم السندات: Bonds returns and valuation:

لقد سبق أيضا أن أوضحنا في الفصل الثـ.اني مـ.ن هـ.ذا الكتاب أن السند يمثل ورقة ماليـ.ة كمجـ.ال مـ.ن مجـ.الات الاستثمار المتاحة ترتبط بتحقيق عائـ.د ثابـ.ت يتمثـ.ل فـ.ي مدفوعات الفائدة أو معدل الكوبون بالإضـ.افة إلـ.ى القيمـ.ة الاسمية للسند واللتين يتحددان بـ.شكل قـ.اطع مـ.ن لحظـ.ة الإصدار ويغطيان فترة مستقبلية طويلة الأمر الذي يجعل من طريقة تقويمها مشابهة لطرق تقويم كل من الأسهم الممتـ.ازة والأسهم العادية المرتبطة بتوزيعات غير متنامية.

والواقع أن مجال الاختلاف بين نماذج تقويم الاستثمارات المذكورة ينحصر في معدل العائد المطلوب من المـ.ستثمرين والذي يستخدم في هذه النماذج كمعدل للخصم الذي يتحـ.رك تنازليا من الأسهم العادية إلى الأسهم الممتازة إلى السندات.

هذا ويمكننا تقديم النموذج الأساسي لتقويم الاستثمار في السندات على النحو التالي:

$$ق\ س = ف \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + ك)^{ن}}}{ك} + ق\ م \times \frac{1}{(1 + ك)^{ن}}$$

حيث إن:

قيمة الاستثمار في السند من وجهة نظر المستثمر = القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة + القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق.

ولمزيد من التوضيح فسوف نساعد أحد المستثمرين الذي يفكر في شراء سند قيمته الاسمية ٢٠٠٠ جنيه يستحق بعد عشر سنوات بمعدل فائدة ١٠ % سنويا في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار ١٢ %.

وقبل تطبيق نموذج التقويم المذكور نقوم بحساب قيمة مدفوعات الفائدة السنوية كما يلي:

قيمة مدفوعات الفائدة السنوية = ٢٠٠٠ × ١٠ % = ٢٠٠ جنيه.

إذاً قيمة الاستثمار في هذا السند من وجهة نظر المستثمر:

$$= ٢٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,١٢)^{١٠}}}{٠,١٢} + ٢٠٠ \times \frac{١}{(١,١٢)^{١}}$$

$$= ٢٠٠ \times ٥,٦٥ + ٢٠٠٠ \times ٠,٣٢٢ = ١١٣٠ + ٦٤٤$$

= ١٧٧٤ جنيها

وتعني هذه القيمة التي توصلنا إليها أن المستثمر على استعداد لدفع مبلغ قدره ١٧٧٤ جنيها الآن في مقابل شرائه لسند قيمته الاسمية ٢٠٠٠ جنيه يستحق في نهاية عشر سنوات من الآن بمعدل فائدة سنوي ١٠ % في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار في هذا المجال وداخل حدود هذه المخاطرة قدره ١٢ %.

هذا وقد يواجه المستثمر عند تقويمه للاستثمار في أحد السندات المصدرة أن مدفوعات فوائده ستدفع أكثر من مرة وعلى سبيل المثال مرتين في السنة (مدفوعات فائدة نصف سنوية) وفي هذه الحالة فسوف يستخدم في تقويم هذا السند نفس نموذج التقويم الأساسي السابق عرضه ولكن مع تعديل في كل من:

- الفترة الزمنية لاستحقاق السند حيـث يـتم تعـديلها بضربها × ٢ (ن × ٢).
- قيمة مدفوعات الفائدة السنوية حيث يتم التعامل مـع نصف قيمتها فقط.
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار حيث يتم أيضا التعامل مع نصف قيمته، ولتوضـيح هـذه الحالـة فسوف نعيد تقويم السند الـسابق تقويمـه وبالتـالي ستتعامل مع:
- مدة الاستحقاق ٢٠ فترة (١٠ سنوات × ٢).

. قيمة مدفوعات الفائدة السنوية ١٠٠ جنيه ($\frac{٢٠٠}{٢}$)

. قيمة العائد المطلوب ٦ % ($\frac{١٢ \%}{٢}$)

والآن فلننتجه لتقويم الاستثمار في هذا السند على النحـو التالي:

قيمة الاستثمار في السند من وجهة نظر المستثمر:

$$= ١٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,٠٦)^{٢٠}}}{٠,٠٦} + ٢٠٠ \times \frac{١}{(١,٠٦)^{٢٠}}$$

= ١٠٠ × ١١,٤٧ + ٢٠٠٠ × ٠,٣١٢

= ١١٤٧ + ٦٢٤ = ١٧٧١ جنيها.

هذا وفي نهاية عرضنا لأسلوب تقويم السندات نشير إلـى أن هناك بعض الحالات التي تصدر فيها الحكومات سـندات بدون تاريخ استحقاق، الأمر الـذي يـضفي عليهـا صـفة الاستثمار الدائم كما هو الحال بالنسبة للاستثمار في الأسـهم الممتازة، الأمر الذي يجعل المتصدي لتقويمها يتجه لاستخدام نفس النموذج المستخدم في تقويم الأسهم الممتازة حيث يكون على النحو التالي:

$$\text{ق س} = \frac{\text{ف}}{\text{م ع}_{\text{ط}}}$$

رابعا: إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة:

الواقع أن الاستثمار في الحسابات المدينة يعكس الـسياسة البيعية الآجلة والتي تسمح لعملاء المنشأة بتأجيل سداد ثمـن مشترياتهم على أجل مستقبلي محدد.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية ارتباط البيع الآجـل بمفهـوم الاستثمار قصير الأجل؟ والإجابة أن الاستثمار في مفهومـه العام يرتبط بعائد متوقع ثمناً للتضحية والحرمان والانتظـار

والذي يرتبط بالاستغناء عن قدر من الأموال لفتـ.ـرة زمنيـ.ـة مقبلة، وهنا ينقسم الاستثمار زمنيا إلى استثمار طويل وقصير الأجل، حيث يتناسب زمن الاستثمار طرديا مع قيمة كل من التضحية الحرمان والانتظار، وبالتالي مع عنصر المخاطرة، وأيضا تتناسب طرديا مع العائد المطلوب أو المتوقع والـ.ـذي تتزايد قيمته المتوقعة بزيادة العناصر السابق ذكرها.

وحيث أن البيع الأجل هو البديل الطبيعي للبيـ.ـع النقـ.ـدي والذي يتيح للمنشأة فرصة الاستفادة الفورية من ثمن مبيعاتها وذلك لحظة إتمام الصفقة وما يترتب على ذلك من إمكانيـ.ـة إعادة استثمار هذه النقدية في توليد مبيعات إضافية، الأمـ.ـر الذي يعني أن البديل الخاص بالبيع الآجـ.ـل سـ.ـوف يعنـ.ـي التضحية بالاستفادة المذكورة ونتائجها الإيجابية المتعددة، هذا بالإضافة إلى مواجهة احتمالات الديون المعدومـ.ـة وارتبـ.ـاط البيع الأجل بمصروفات متعلقة بـ.ـإدارة حـ.ـسابات العمـ.ـلاء وتحصيل ثمن المبيعات، هذا بالإضافة أيضا على ضـ.ـرورة تجهيز مصدر لتمويل هذا الاستثمار.

ومن المنطقي أن هذه التضحيات تتم في مقابل العمل على تنشيط المبيعات وزيادة قيمتها وبالتالي تحقيق أرباح إضـ.ـافية

من خلال المبيعات الآجلة الإضافية والناتجة عن سياسة البيع الآجل والتي تقرها إدارة المنشأة.

كل ما سبق يؤكد أن البيع الآجل يعكس بوضوح مفه.وم الاستثمار، وحيث إن فترة التأجيل الممنوحة لا تتجاوز السنة في أكثر الحالات شيوعا يصبح من الوضوح أننا في مواجهة نوع من الاستثمار قصير الأجل حيث يجب أن يساهم ه.ذا الاستثمار في تحقيق هدف المنشأة والمتمثل في تعظيم ث.روة الملاك، وذلك من خلال الإدارة الفعال.ة له.ذا الن.وع م.ن الاستثمار والذي تتمثل في الحرص على أن يكون العائد منه أكبر من تكلفته (Cost Benefit analysis)

إن سياسة الاستثمار في الحسابات المدينة تحدد من خلال سياسة الائتمان والتحصيل التي تطبقها المنشأة، والت.ي م.ن خلالها يمكن تقييم مدى كفاءتها في إدارة ه.ذا الن.وع م.ن الاستثمار. هذا وقبل أن نقتحم مجال الإدارة الفعالة للاستثمار في الحسابات المدينة يهمنا التأكيد على المفاهيم والافتراضات الأساسية الآتية:

١- أن قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة يتمثل ف.ي قيمة المبيعات الآجلة السنوية.

٢- أن سياسة البيع الآجل سوف تزيد من قيمة المبيعات مقارنة بسياسة البيع النقدي، وأن التوسع في سياسة الائتمان المطبقة يرتبط أيضا بتوقع مبيعات إضافية مقارنة بسياسة الائتمان الأقل تسهيلاً.

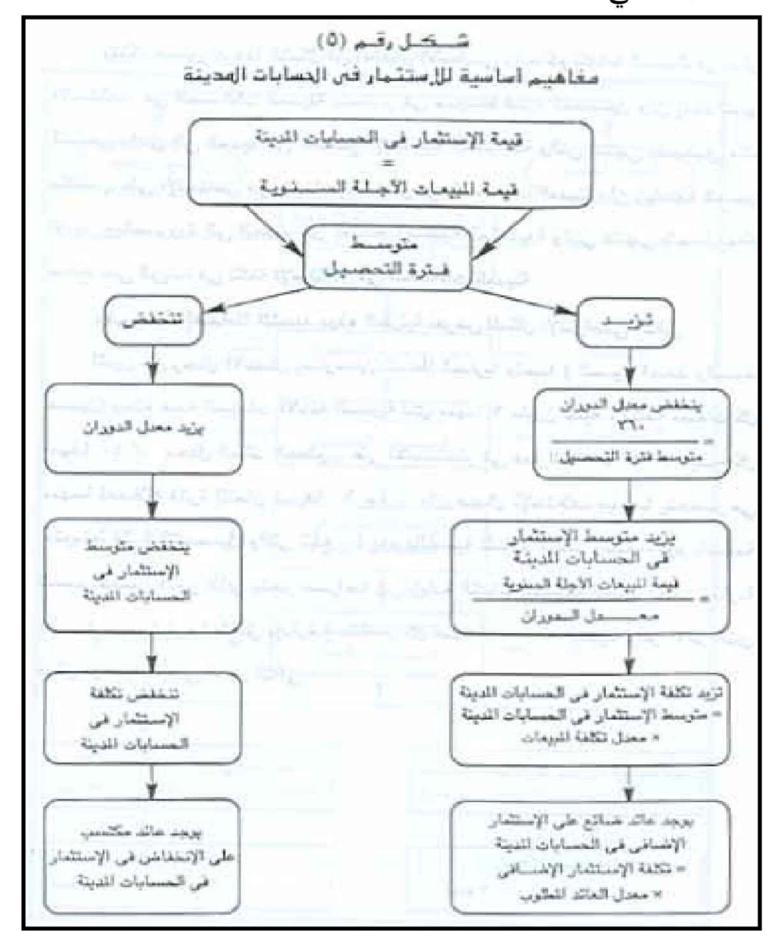
٣- أن سياسة البيع الأجل ترتبط بعناصر تكاليفية محددة تتمثل في تكلفة الديون المعدومة وتكلفة مصروفات الإدارة والتحصيل والتي تساوي صفرا عند تطبيـق سياسة البيع النقدي.

٤- أن مط فترة الائتمان سوف يؤدي بالضرورة إلـى زيادة متوسط فترة التحصيل وبالتالي انخفاض معدل دوران الحسابات المدينة وبالتالي زيادة تكلفة هـذا الاستثمار بالإضـافة إلـى زيـادة تكلفـة الـديون المعدومة، وزيادة الجزء المتغير مـن مـصروفات الإدارة والتحصيل، كل ذلك في مقابل توقع حـدوث زيادة في قيمة المبيعات الآجلة وبالتالي تحقيق قـدر من الأرباح الإضافية.

وفي الاتجاه الآخر سيكون من المنطقي أن تقليص متوسط فترة التحصيل سيؤدي وبالضرورة إلى نتائج مختلفـة تأخـذ

الاتجاه الإيجابي في التأثيرات الإيجابية المتتابعة على معـ.دل الدوران وتكلفة الاستثمار... وهكذا.

ويمكننا توضيح هذا المفهوم الهام من خـ.لال محتويـ.ات الشكل التالي:



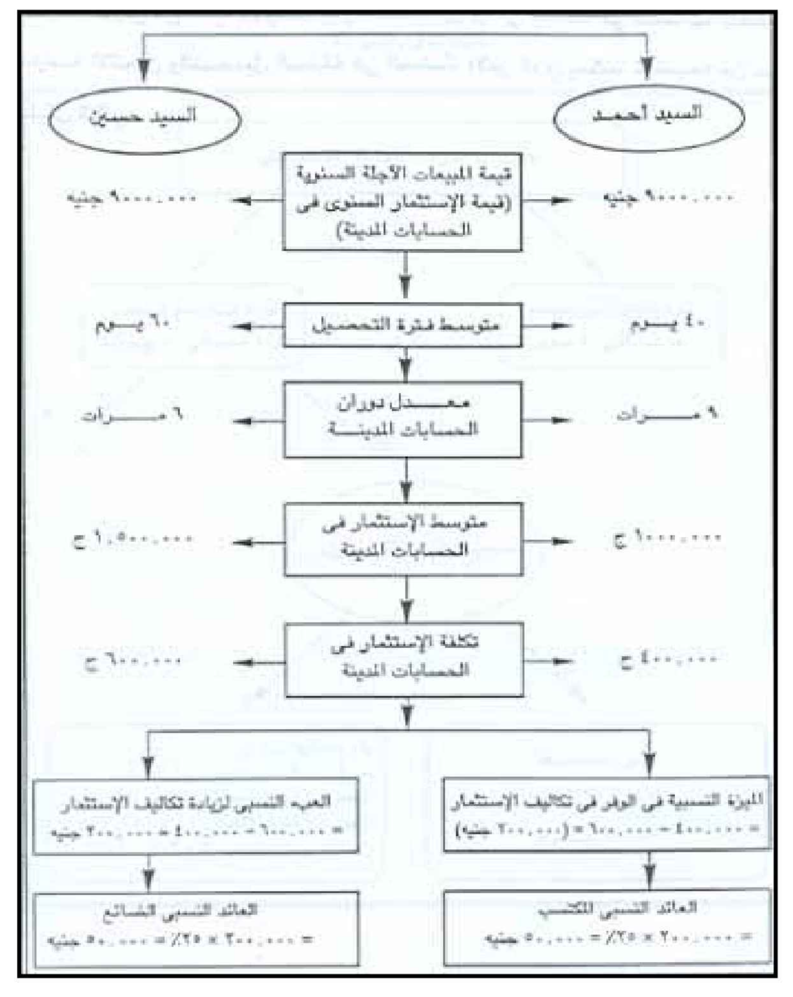
إلى الفهرس

وتؤكد محتويات هذا الشكل أن المعيار الأساسـي والحـاكم لكفاءة المنشأة في إدارة الاستثمار فـي الحـسابات المدينـة ينحصر في متوسط فترة التحصيل وأن انخفاضـها النـسبي يؤدي إلى العديد من النتائج الإيجابية المتتابعة والتي تنتهـي بتحقيق عائد مكتسب على الانخفاض في تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة وأن زيادتها النسبية تؤدي وبالضرورة إلى العديد من النتائج السلبية المتتابعة والتي تنتهي بتحمل عائـد ضائع على الزيادة في تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة.

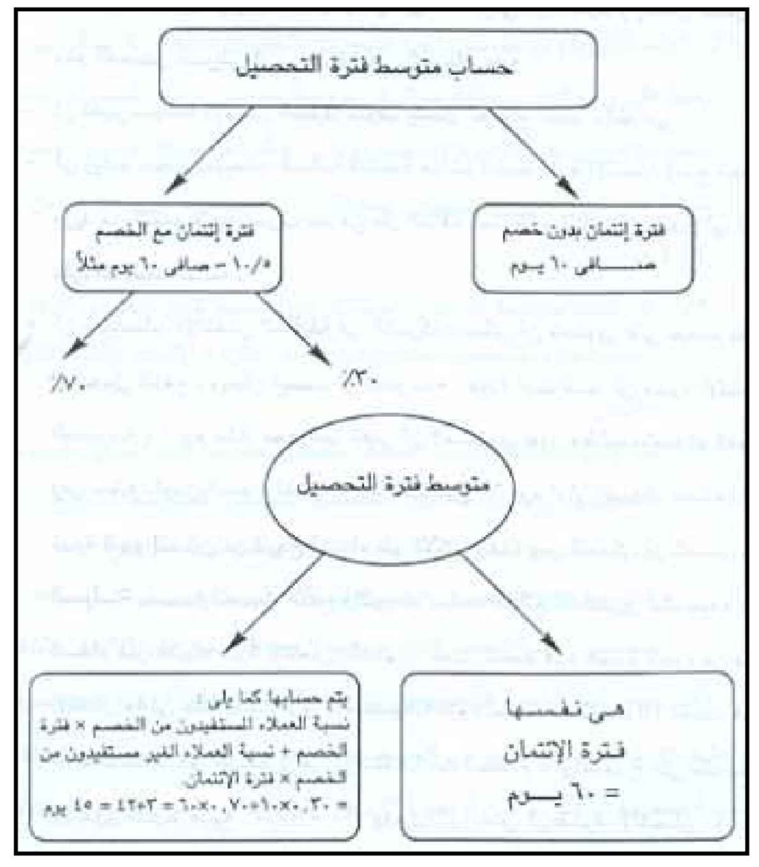
وفي اتجاه اهتمامنا الشديد بهذه الجزئية نعـرض للمثـال الافتراضي التالي:

اثنان من رجال الأعمال يمارسان نشاطًا تجاريـا واحـدا (السيد **أحمد** والسيد **حسين**) وتبلغ قيمـة المبيعـات الآجلـة السنوية لكل منهما ٩ ملايين جنيه، تكلفة مبيعات كل منهمـا ٤٠ %، معدل العائد المطلوب على الاستثمار في هذا النشاط ٢٥ %، يمنح كل منهما لعملائه فترة ائتمان قدرها ٦٠ يوما، وأن مجال الاختلاف بينهما ينحـصر فـي متوسـط فتـرة التحصيل والتي تبلغ ٤٠ يوما بالنسبة للسيد أحمد، وتبلغ ٦٠ يوما بالنسبة للسيد حسين؛ الأمر الذي يشير صـراحة إلـى

زيادة الكفاءة النسبية للسيد أحمد مقارنة بالسيد حـ.سين فيمـ.ا يتعلق بإدارة استثمار كل منها لحساباته المدينة وهو الأمـ.ر الذي يمكن توضيحه. على النحو التالي:



ويؤكد المثال السابق على أن زيادة الاستثمار في الحـ.ـسابات المدينة تنحصر بالدرجة الأولى في تدنيـ.ـه متوسـ.ـط فتـ.ـرة التحصيل والتي تختلف في حسابها باختلاف سياسة الائتمان والتحصيل المطبقة في المنشأة، الأمر الذي يمكننا توضـ.ـيحه من خلال الشكل التالي:



والآن يمكننا استكمال المفاهيم والافتراضات السابق عرضها على النحو التالي:

٥- أن الاستثمار في الحسابات المدينة طبقاً للمفاهيم السابق ذكرها يتطلب بالضرورة مصدرا لتمويله والذي يمكن أن يتجه نحو الشراء الآجل من الموردين (ائتمان تجاري)، ويمكن أن يتجه نحو الاقتراض المصرفي من البنوك (ائتمان مصرفي) وهو المصدر التمويلي الذي يفترض هنا الاعتماد عليه.

٦- أن تغيير سياسة الائتمان المطبقة سوف يشمل العملاء الجدد والقدامى.

٧- أن زيادة حجم المبيعات الحالية كنتيجة مباشرة لمط فترة الائتمان (منح العملاء مزيدٍ من التسهيلات) سوف تتم في ظل الطاقة المتاحة وبالتالي لن يحدث أي تأثير على التكاليف الثابتة.

٨- أن سياسات الائتمان المطبقة في الشركات يمكن أن تحتوي على خصم نقدي لتعجيل الدفع، ويمكن أيضا أن تخلو منه، فإذا افترضنا أن فترة الائتمان

الممنوحة ٦٠ يوما مثلاً نجد أنها تعني أن المشتري غير مطالب بالسداد الفوري ومن حقه تأجيل السداد لفترة حدها الأقصى ٦٠ يوما وأن السداد يستحق في نهاية اليوم الستين من تاريخ الشراء على الأكثـ.ر، هذا ومن الممكن أن تتضمن هذه الـ.سياسة خـ.صما لتعجيل الدفع والذي قد يمنحـ.ه البـ.ائع للمـ.شتري لتشجيعه على السداد قبل انتهـ.اء فتـ.رة الائتمـ.ان بأكملها، حيث تتحدد هذه الفترة كجزء مـ.ن فتـ.رة الخصم سقط حق المشتري في الاستفادة من الخصم، وكنموذج على ذلك يمكن أن يكون شرط البيـ.ع ٥/ ١٠ . ٦٠ يوما والذي يعني أن فترة الائتمـ.ان ٦٠ يوما وللمشتري حق التمتع بخصم تعجيل دفع قـ.دره ٥ % إذا قام بالسداد خلال ١٠ أيـ.ام مـ.ن تـ.اريخ الشراء حيث يعتبر هذا الخصم استقطاع من السعر وبالتالي يمثل أحد عناصر التكاليف المرتبطة بهـ.ذه السياسة.

٩- أن الوقت الذي يتم فيه تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من العملاء، لا يتمثل في فترة زمنية علـ.ى وجـ.ه

إلى الفهرس

التحديد ولكنه يتمثل في متوسـ.ـط حـ.ـسابي مـ.ـرجح لتسديدات العملاء المتعددة تـ.ـسمى متوسـ.ـط فتـ.ـرة التحصيل والتي تختلف في طريقة حسابها لتسديدات العملاء المتعددة تسمى متوسط فترة التحصيل والتي تختلف في طريقها حسابها باختلاف طبيعة سياسـ.ـة الائتمان والتحصيل المطبقة والذي أوضـ.ـحناه مـ.ـن خلال الشكل رقم (   ) حيث إن:

١/٩ إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة بدون خصم نقـ.ـدي لتعجيل الدفع فإن متوسط فترة التحصيل ستكون هي نفـ.ـسها فترة، الائتمان وذلك كافتراض نظري.

٢/٩: إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة تتضمن خـ.ـصما نقديا لتعجيل الدفع فمن الضروري أن متوسط فترة التحصيل ستعكس المتوسط المرجح ما بين فترتـ.ـي الخـ.ـصم النقـ.ـدي ونهاية فترة الائتمان ويتم حسابها كالآتي:

متوسط فترة التحصيل = نسبة العملاء المـ.ـستفيدين مـ.ـن الخصم × فترة الخصم + نسبة العملاء غير المستفيدين مـ.ـن الخصم × فترة الائتمان بأكملها.

والآن وبعد هذا العرض التوضيحي لتلك الجوانب التـي رأينا أن لها أهمية جوهرية في إدارة الاستثمار قصير الأجل في الحسابات المدينة وأن السيطرة عليهـا تـصل بالقـارئ لإمكانية تحقيقه لهدفين هـامين **أولهمـا** اكتـساب المهـارة المرتبطة بالإدارة الفعالة لهذا الاستثمار من خـلال صـناعة القرارات السليمة المكونة لهذا المجال **وثانيهما** يتمثـل فـي اكتسابه المهارة المرتبطة بتحليل وتقييم مدى سـلامة الإدارة الحالية لسياسة الاستثمار في الحسابات المدينة المطبقة بالفعل في المنشأة.

ونعرض فيما يلي تفصيلا لكل من الهـدفين المـذكورين وذلك على النحو التالي:

(أ) المهارة المرتبطة بالإدارة الفعالة للاستثمار فـي الحسابات المدينة:

من المعروف أن العملية الإدارية وبشكل عام ترتكز على مجموعة من القرارات التي تتخـذها الإدارة فـي مختلـف الوظائف المكونة للأداء الكلي للمنشأة وفيما يتعلق بالمجـال الإداري المرتبط بالحسابات المدينة يواجه المـدير المـالي

إلى الفهرس

مواقف عديدة تتطلب منه اتخاذ قرار أو التوصية باتخاذ قرار مالي.

ويمكننا حصر المواقف المذكورة فيما يلي:

أ/ ١ دراسة مدى جدوى اقتراحات التوسـ.ع فـ.ي سياسـ.ة الائتمان المطبقة (مط فترة الائتمان):

في كثير من الأحيان تفكر إدارة المنشأة في مط سياساتها الائتمانية المطبقة بهدف زيادة قيمة مبيعاتها الآجلة الـ.سنوية وبالتالي توقع تحقيق مكاسب إضافية من المبيعات الإضـ.افية المتوقعة، من المنطقي أن يبدأ هذا الاقتراح أو هذه الفكرة من إدارة المبيعات بالمنشأة وهنا سيقوم المدير المـ.الي بدراسـ.ة مدى جدوى تنفيذ الاقتراح المذكور من عدمه ومن منظـ.ور مالي من خلال المقارنة بين العائد الإضافي المتوقع والتكلفة الإضافية المتوقعة والمرتبطة بالاقتراح موضع الدراسة.

ويمكننا مساعدة القارئ في اكتساب المهارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالة التالية:

تبلغ المبيعات الآجلة السنوية لإحدى الشركات التجاريـ.ة ٣٠٠,٠٠٠ جنيه في ظل تطبيق سياسة ائتمـ.ان صـ.افي ٦٠

يوما حيث تبلغ نسبة الديون المعدومـ.ـة ٢ % ومـ.ـصروفات التحصيل ٢٠٠٠ جنيه.

وتدرس الشركة اقتراحا بالتوسع في سياساتها الائتمانيـ.ـة الحالية بمعدل ٥٠ % حيث من المتوقع أن تزيـ.ـد المبيعـ.ـات السنوية الآجلة بمقدار ١٠٠,٠٠٠ جنيه وتزيد كل من نـ.ـسبة الديون المعدومة ومصروفات التحصيل بمقدار مرة ونـ.ـصف لكل منهما فهل يمكنك مساعدة الشركة في دراسـ.ـة وتحليـ.ـل الاقتراح المذكور إذا علمت أن معدل تكلفة المبيعات ٦٠ % وأن معدل العائد المطلوب على استثماراتها ٢٠ %؟

من الواضح أن المدير المالي المتصدي لمواجهـ.ـة هـ.ـذه الحالة المرتبطة بتحديد مدى جدوى تنفيذ الاقتراح المـ.ـذكور سوف يجري مقارنة بين كل من قيمة العائد الإضافي وبـ.ـين قيمة التكاليف الإضافية حيث إن:

العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التوسع	التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التوسع
تنحصر قيمة هذا الطرف في ربحية المبيعات الآجلة الإضافية = قيمة المبيعات الآجلة الإضافية × نسبة مجمل الربح	تنحصر قيمة هذا الطرف في الآتي: ١ - المحصلة النهائية لزيادة متوسط فترة التحصيل والمتمثلة في قيمة العائد الضائع على تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة ٢ - تكلفة الديون المعدومة الإضافية ٣ - مصروفات التحصيل الإضافية .

إلى الفهرس

ويمكن إعداد هذا التحليل من خلال محتويـات الجـدول التالي:

جدول رقم (١٤)

(القيمة بالجنيه)

بيان	سياسة حالية صافي ٦٠ يوما	سياسة مقترحة صافي ٩٠ يوما
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٣٠٠,٠٠٠	٤٠٠,٠٠٠
٢- متوسط فترة التحصيل	٦٠ يوما	٩٠ يوما
٣- معدل الدوران	٦ مرات	٤ مرات
٤- متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	٥٠,٠٠٠ ج	١٠٠,٠٠٠ ج
٥- قيمة الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة	.	٥٠,٠٠٠ ج
٦- تكلفة الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة	.	٥٠,٠٠٠ × ٦٠ % = ٣٠,٠٠٠ ج
٧- العائد الضائع على تكلفة الاستثمار الإضافي	.	٣٠,٠٠٠ × ٢٠ % = ٦٠٠٠ ج
٨- نسبة الديون المعدومة %	٢ %	٥ %
٩- قيمة الديون المعدومة	٦٠٠٠ ج	٢٠,٠٠٠ ج
١٠-د. م إضافية	.	١٤,٠٠٠ ج
١١-تكلفة ديون معدومة إضافية	.	١٤٠٠٠ × ٦٠ % = ٨٤٠٠
١٢-مصروفات التحصيل	٢٠٠٠ ج	٥٠٠٠ ج

١٣-مصروفات تحصيل إضافية		٣٠٠٠
١٤-إجمالي تكاليف إضافية		١٧٤٠٠ ج
١٥-مصروفات تحصيل إضافية		١٠٠,٠٠٠ ج
١٦-ربحية مبيعات إضافية	.	١٠٠,٠٠٠ × ٤٠ %
١٧-صد..افي الـ..ربح أو الخ..سارة المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	.	٤٠,٠٠٠ . ١٧٤٠٠ = **٢٢٦٠٠ جنيه.**

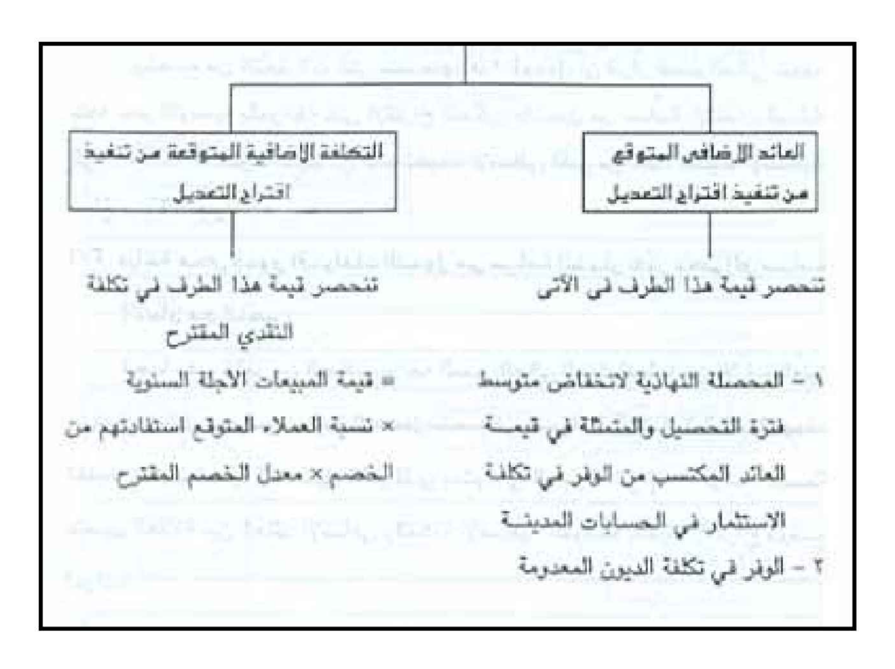
ويتضح من التحليلات التي يتضمنها هذا الجدول أن قرار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصـ.ية بالموافقـ.ة علـ.ى الاقتراح المذكور بالتحول من سياسة الائتمان الحاليـ.ة إلـ.ى السياسة المقترحة حيث إن عائد تنفيذه الإضافي أكبـ.ر مـ.ن تكلفة تنفيذه الإضافية بمبلغ ٢٢٦٠٠ جنيه.

أ/ ٢ دراسة مدى جدوى اقتراحات التحـ.ول مـ.ن سياسـ.ة ائتمان بدون خصم إلى سياسة ائتمان مع الخصم:

أيضا وفي كثير من الحالات يواجه المدير المالي للمنشأة طلبا من الإدارة العليا بدراسة وتحليل مدى جـ.دوى إدخـ.ال معدل خصم في السياسة الائتمانية المطبقة بهـ.دف تخفـ.يض متوسط فترة التحصيل، الأمر الذي يحتم على المدير المـ.الي إعداد دراسة مبسطة لتحليل العلاقة بـ.ين العائـ.د الإضـ.افي والتكلفة الإضافية المرتبطة بتنفيذ الاقتراح موضع الدراسة.

ويمكننا مساعدة القارئ في اكتساب المهارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالـ.ـة التاليـ.ـة: تبلـ.ـغ قيمـ.ـة المبيعات الآجلـ.ـة الـ.ـسنوية لإحـ.ـدى الـ.ـشركات التجاريـ.ـة ١٨٠,٠٠٠ جنيه في ظل تطبيق سياسة ائتمـ.ـان صـ.ـافي ٣٠ يوما وتدرس الشركة اقتراحا بتغيير سياستها الائتمانية إلـ.ـى ٢/ ١٠ . صافي ٣٠ يوما حيث من المتوقع أن يـ.ـستفيد ٥٠ % من عملائها من الخصم مع توقع انخفاض نسبة الـ.ـديون المعدومة من ٣ % إلى ١ % من قيمة المبيعات. فهل يمكنك مساعدة الشركة المذكورة في تحليل ودراسـ.ـة الاقتـ.ـراح إذا علمت أن نسبة مجـ.ـال الـ.ـربح ٣٠ % وأن معـ.ـدل العائـ.ـد المطلوب على استثماراتها ٢٥ %؟

ومن الواضح أن المدير المالي المتصدي لمواجهـ.ـة هـ.ـذه الحالة سوف يجري مقارنة بين كل من قيمة العائد الإضافي وبين قيمة التكاليف الإضافية حيث إن:


العائد الإضافي المتوقع
من تنفيذ اقتراح التعديل
التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ
اقتراح التعديل
تنحصر قيمة هذا الطرف في الآتي
تنحصر قيمة هذا الطرف في تكلفة
النقدي المقترح
١ - المحصلة النهائية لانخفاض متوسط
فترة التحصيل والمتمثلة في قيمة
العائد المكتسب من الوفر في تكلفة
الاستثمار في الحسابات المدينة
٢ - الوفر في تكلفة الديون المعدومة
= قيمة المبيعات الآجلة السنوية
× نسبة العملاء المتوقع استفادتهم من
الخصم × معدل الخصم المقترح

إلى الفهرس

ويمكن إعداد هذا التحليل من خلال محتويات الجدول التالي

جدول رقم (١٥)

(القيمة بالجنيه)

بيان	سياسة حالية صافي ٦٠ يوما	سياسة مقترحة صافي ٩٠ يوما
١ . قيمة المبيعات الآجلة السنوية	١٨٠,٠٠٠ ج	١٨٠,٠٠٠ جنيه
٢ . متوسط فترة التحصيل	٣٠ يوما	١٠ × ٥٠ % + ٣٠ × ٥٠ % = ٢٠ يوما
٣ معدل الدوران	١٢ مرة	١٨ مرة
٤ . متوسط الاستثمار في الحـ.سابات المدينة	١٥٠٠ ج	١٠,٠٠٠ ج
٥ . قيمة الوفر في متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	.	٥٠٠ ج
٦ . قيمة الوفر في تكلفة الاستثمار	.	٥٠٠٠ × ٧٠ % = ٣٥٠٠ ج
٧ . العائد المكتسب على قيمة الـ.وفر في تكلفة الاستثمار	.	٣٥٠٠ × ٢٥ % = ٨٧٥ ج
٨ . نسبة الديون المعدومة	٣ %	١ %
٩ . قيمة الديون المعدومة	٥٤٠٠ ج	١٨٠٠ ج
١٠ . الـ.نقص فـ.ي قيمـ.ة الـ.ديون المعدومة	.	٣٦٠٠ ج
١١ . الـ.نقص فـ.ي تكلفـ.ة الـ.ديون المعدومة	.	٣٦٠٠ × ٧٠ % = ٢٥٢٠ ج

١٢ . إجمالي العوائد الإضافية	.	٨٧٥ + ٢٥٢٠ = ٣٣٩٥ ج
١٣ قيمة الخصم النقدي	.	١٨٠٠ × ٥٠ % × ٢ % = ١٨٠٠
١٤ . تكلفة الخصم النقدي	.	١٨٠,٠٠٠ × ٧٠ % = ١٢٦٠ ج
١٥ . صـ ـافي الـ ـربح (الخـ ـسارة) المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	.	= ٣٣٩٥ . ١٢٦٠ = ٢١٣٥ ج

وتؤكد التحليلات التي يتضمنها الجدول السابق أن قـرار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصـية بالموافقـة علـى الاقتراح المذكور بالتحول من سياسة الائتمان الحاليـة إلـى السياسة المقترحة والمتضمنة لخصم نقدي بمعدل ٢ % حيث إن عائد تنفيذه الإضافي أكبر من تكلفة تنفيذه بمبلـغ ٢١٣٥ جنيها.

أ/ ٣ دراسة مدى جدوى اقتراحات التوسع في منح الخصم النقدي:

في كثير من الحالات يواجه المدير المالي أيضا طلبا من الإدارة العليا للمنشأة بدراسة وتحليل مدى جدوى زيادة معدل الخصم النقدي الممنوح للعملاء لتعجيل الدفع بهدف تخفيض

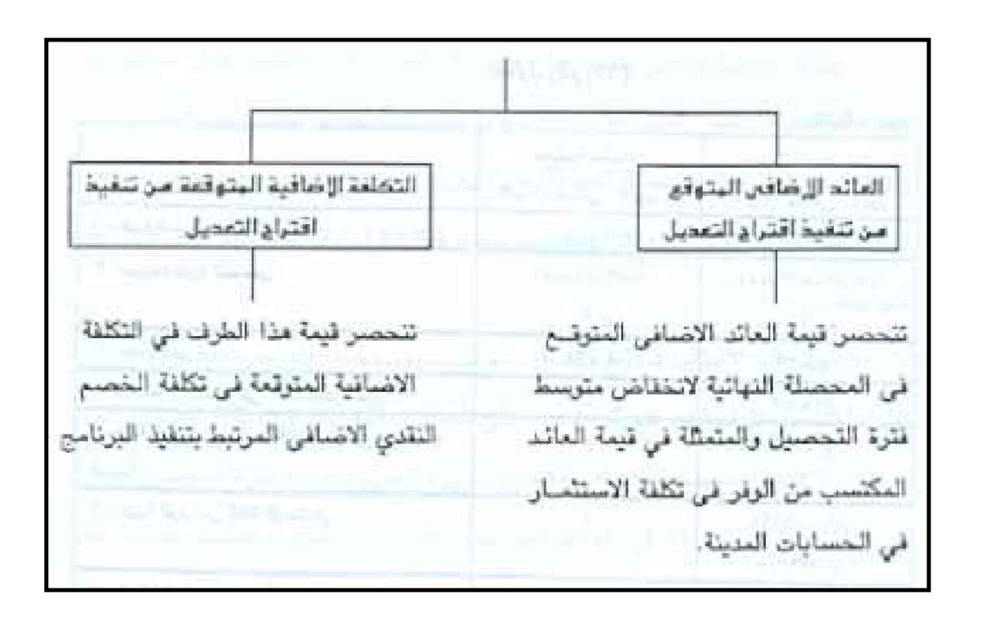
متوسط فترة التحصيل، الأمر الذي يحتم عليه إعداد دراسـة مبسطة لتحليل العلاقة بين العائد الإضافي والتكلفة الإضافية المرتبطة بتنفيذ الاقتراح.

ويمكننا أيضا مساعدة القـارئ فـي اكتـساب المهـارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالة التالية:

تفكر إحدى الشركات في تغيير سياستها الائتمانية من ٢/ ١٠ . صافي ٣٠ يوما إلى ٥/ ١٠ . صافي ٣٠ يوما حيث تبلغ نسبة العملاء المستفيدون من الخصم ٥٠ % يتوقـع أن تزيد إلى ٧٠ % في حالة تنفيذ الاقتراح.

فهل يمكنك مساعدة إدارتها في تحليل مدى جدوى تنفيـذ الاقتراح إذا علمـت أن قيمـة مبيعاتهـا الآجلـة الـسنوية ٨٠٠,٠٠٠ جنيه وأن معدل تكلفة المبيعات ٦٠ % وأن معدل العائد المطلوب على استثماراتها ٣٠ %؟

من الواضح أيضا أن المدير المالي سوف يجري مقارنـة بين كل من قيمة العائد الإضافي وبين قيمة التكاليف الإضافية حيث إن:


العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التعديل
التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التعديل
تنحصر قيمة العائد الاضافي المتوقع في المحصلة النهائية لانخفاض متوسط فترة التحصيل والمتمثلة في قيمة العائد المكتسب من الوفر في تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة.
تنحصر قيمة هذا الطرف في التكلفة الاضافية المتوقعة في تكلفة الخصم النقدي الاضافي المرتبط بتنفيذ البرنامج

إلى الفهرس

ويوضح الجدول التالي تفصيلا لهذا التحليل:

جدول رقم (١٦)

(القيمة بالجنيه)

بيان	سياسة حالية ٢/ ١٠ . صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ٥/ ١٠ . صافي ٣٠ يوما
١- قيمة المبيعات الآجلة	٨٠٠,٠٠٠ ج	٨٠٠,٠٠٠ ج
٢- متوسـ ـط فتـ ـرة التحصيل	١٠ × ٥٠ % + ٣٠ × ٥٠ % = ٢٠ يوما	١٠ × ٧٠ % + ٣٠ × ٣٠ % = ١٦ يوما
٣- معدل الدوران	١٨ مرة	٢٢ مرة
٤- متوسط الاسـ ـتثمار في الحسابات المدينة	٤٤٤٤٤ ج	٣٤٧٨٣ج
٥- قيمـ ـة الـ ـوفر فـ ـي متوسط الاسـ ـتثمار في الحسابات المدينة	.	٩٦٦١ ج
٦- قيمة الوفر في تكلفة الاستثمار	.	٩٦٦١ × ٦٠ % = ٥٧٩٧ ج
٧- العائد المكتسب على قيمة الوفر	.	٥٧٩٧ × ٣٠ % = ١٧٣٩ ج
٨- قيمة الخصم النقدي	٨٠٠,٠٠٠ × ٥٠ × ٢ % = ٨٠٠٠ ج	٨٠٠,٠٠٠ × ٧٠ % × ٥ % = ٢٨,٠٠٠ جنيه
٩- قيمة الخصم النقدي الإضافي	.	٢٠,٠٠٠
١٠- تكلفة الخـ ـصم النقدي الإضافي	.	٢٠,٠٠٠ × ٦٠ % = ١٢,٠٠٠ ج

١١- صافي الـ ربح (الخسارة) المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	.	١٧٣٩ . ١٢,٠٠٠ = (١٠٢٦١)

وتؤكد التحليلات التي يتضمنها الجدول السابق أن قـ رار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصية برفض تنفيذ الاقتراح بزيادة معدل الخصم النقدي من ٢ % إلى ٥ % والإبقاء على السياسة الائتمانية المطبقة حاليا وهي ٢/ ١٠ . صـ افي ٣٠ يوما.

(ب) المهارة المرتبطة بتحليل وتقييم مدى سـ لامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة:

الواقع أن الأسلوب شائع الاستخدام في مجال تحليل وتقييم مدى سلامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة سواء على مستوى الكتابات العلمية أو على مستوى الممارسة العمليـ ة ينحصر غالبا في الاعتماد علـ ى مؤشـ ري متوسـ ط فتـ رة التحصيل ومعدل دوران الحسابات المدينة، في الوقت الـ ذي ندعي فيه أن لنا أسلوب مختلف يعتمد على المقارنـ ة بـ ين التكلفة والعائد المرتبطة بسياسات الائتمـ ان المطبقـ ة فـ ي المنشأة موضع التحليل والتي تؤكد للقارئ أن استيعابه للجزء السابق والمرتبط بمهـ ارة الإدارة الفعالـ ة للاسـ تثمار فـ ي

الحسابات المدينة سوف ييسر مـ.ن مهمتنـ.ا الآن والمتعلقـ.ة بتطبيق أسلوبنا الخاص في مجال التحليل والتقيـ.يم والـ.ذي سوف نعرف له من خلال جهدنا المبذول في تحليل وتقيـ.يم مدى سلامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة في إحـ.دى الشركات والتي وفرت لنا البيانات التالية والتـ.ي يتـ.ضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (١٧)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥
١ . قيمة المبيعات الآجلة السنوية.	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠
٢ . سياسة الائتمان.	صافي ٢٠ يوما	صافي ٦٠ يوما	١٠/ ٢٠ صافي ٩٠ يوما
٣ . نسبة العملاء المستفيدين من الخصم	.	.	١٠ %
٤ . تكلفة المبيعات (%)	٥٠ %	٤٥ %	٤٠ %
٥ . ديون معدومة.	١٠٠	٨٠	٦٠
٦ . مصروفات تحصيل.			
٧ . مصروفات إدارية .	٣٠	٤٠	٥٠
٨ . معدل العائد المطلوب على الاستثمار	٤٠	٤٠	٦٠
	٢٠ %	٢٥ %	٣٠ %

إلى الفهرس

والآن يمكننا التصدي لمهمة التقييم تحت إطار اسـتخدام أسلوب سنة القياس المتحركة بمعنى اعتبار سنة ١٩٩٣ كسنة أساس لسنة ١٩٩٤ واعتبار الأخيرة سنة أساس لعام ١٩٩٥. وذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١٨)

بيان لبرنامج التحليل وتقييم سياسة الإئتمان والتحصيل بالشركة موضع التحليل

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٣ سنة الأساس	١٩٩٤ سنة الأساس سنة مقارنة	١٩٩٥ سنة مقارنة
١ - قيمة المبيعات الآجلة السنوية السنوية .	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠
٢ - متوسط فترة التحصيل	٣٠ يوم	٦٠ يوم	٨٣ يوم
٣ - معدل دوران الحسابات المدينة .	١٢ مرة	٦ مرة	٤ مرة
٤ - متوسط الإستثمار فى الحسابات المدينة	١٦٧	٥٠٠	١٢٥٠
٥ - تكلفة الإستثمار فى في الحسابات المدينة	١٦٧ × ٥٠٪ = ٨٤	٥٠٠ × ٤٥٪ = ٢٢٥	١٢٥٠ × ٤٠٪ = ٥٠٠
٦ - تكلفة الإستثمار الإضافى فى الحسابات المدينة	-	١٤١	٢٧٥
٧ - العائد الضائع على تكلفة الإستثمار الإضافى .	-	١٤١ × ٢٥٪ = ٣٥	٢٧٥ × ٣٠٪ = ٨٣
٨ - مصروفات التحصيل	٣٠	٤٠	٥٠
٩ - مصروفات تحصيل إضافية	-	١٠	١٠
١٠ - مصروفات إدارية	٤٠	٤٠	٦٠
١١ - مصروفات إدارية اضافية	-	-	٢٠
١٢ - قيمة الخصم النقدى	-	-	٥٠
١٣ - تكلفة الخصم النقدى	-	-	٥٠ × ٤٠٪ = ٢٠
١٤ - إجمالي التكاليف الإضافية	-	٣٥ + ٤٠ = ٧٥	٨٣ + ١٠ + ٢٠ = ١١٣
١٥ - قيمة المبيعات الآجلة الإضافية .	-	١٠٠٠	٢٠٠٠
١٦ - ربحية المبيعات الإضافية		١٠٠٠ × ٥٥٪ = ٥٥٠	٢٠٠٠ × ٦٠٪ = ١٢٠٠
١٧ - قيمة الديون المعدومة	١٠٠	٨٠	٦٠
١٨ - تكلفة الديون المعدومة	١٠٠ × ٥٠٪ = ٥٠	٨٠ × ٤٥٪ = ٣٦	٦٠ × ٤٠٪ = ٢٤
١٩ - قيمة الوفر فى تكلفة الديون المعدومة .	-	١٤	١٢
٢٠ - اجمالي الوفورات الإضافية	-	٥٥٠ + ١٤ = ٥٦٤	١٢٠٠ + ١٢ = ١٢١٢
الوفورات الإضافية - التكاليف الإضافية	-	٥٦٤ - ٧٥ = ٤٨٩	١٢١٢ - ١١٣ = ١٠٩٩

وفي نهاية هذا التحليل يمكننا القطع بارتباط سياسات الائتمان والتحصيل بالشركة بدرجة واضحة من الفعالية مـ.ن خـ.لال زيادة قيمة الوفورات الإضافية المرتبطـ.ة بهـ.ا عـ.ن قيمـ.ة التكاليف الإضافية المرتبطة بها الأمر الذي سـ.يعكس أثـ.ره الإيجابي على الأهداف التشغيلية للـ.شركة والمتمثلـ.ة فـ.ي السيولة والربحية بالإضافة إلى أثره الإيجـ.ابي علـ.ى قيمـ.ة الشركة.

وفي اتجاه حرصنا الواضح على تعظيم استفادة القـ.ارئ مما يقرأه لنا نوجه انتباهه نحو الملاحظات التالية والمرتبطة بأسلوبنا السابق عرضه لتقييم مدى كفاءة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة:

١- حيث إن أسلوبنا المقترح في هذا المجال التحليلـ.ي ينحصر في المقارنـ.ة بـ.ين الوفـ.ورات الإضـ.افية والتكاليف الإضافية والمرتبطـ.ة بالاسـ.تثمار فـ.ي الحسابات الحديثة فقد قمنا بمراجعة البيانات المتاحة والمدونة بالجدول رقم (٦) وتصنيفها إلى مجموعتين هما:

١/ ١: البيانات التي يتم معاملتها من خلال كونها عناصر وفورات وهي في حالتنا هذه:

- قيمة المبيعات الآجلة المتجهة زمنيا نحو التزايد.
- قيمة الديون المعدومة والمتجهة زمنيا نحو التناقص.

١/ ٢: البيانات التي تم معاملتها من خلال كونها عناصر تكاليفية وهي في حالتنا هذه:

- متوسط فترة التحصيل والمتجهة زمنيا نحو التزاي.د وما يترتب عليها من نتائج سلبية متتابعة تنتهي بقيمة العائد الضائع على تكلفة الاستثمار الإض.افي ف.ي الحسابات المدينة.
- مصروفات التحصيل والتي تتجه قيمتها النقدية نح.و التزايد ومعاملتها كمصروف نقدي.
- المصروفات الإدارية والمرتبطة بإدارة الاستثمار في الحسابات المدينة والتي تتجه قيمته.ا النقدي.ة نح.و التزايد ومعاملتها كمصروف نقدي أيضا.
- قيمة الخصم النقدي ال.ذي يمث.ل اس.تقطاعا م.ن متحصلات المبيعات الأمر ال.ذي أدى وبال.ضرورة

إلى الاهتمام بتكلفتـه وإدخالهـا ضـمن عناصـر التكاليف.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية اكتساب مـن يتـصدى لهذا التقييم للكثير من المهارة في تحديد العناصر المكونة لكل مجموعة حيث يمكن أن يواجـه عنـد الممارسـة العمليـة اتجاهات مختلفة لتلك العناصر حيث يقبل كـل عنـصر أن يكون أحد عناصر الوفورات أو أحد عناصر التكاليف.

٢- بالنسبة للديون المعدومة فقد قمنا بحساب قيمة الوفر في تكلفتها دون حساب العائد المكتسب علـى هـذا الوفر لأنها لا تمثل استثمارا يستوجب هذا الحساب.

خامسا: إدارة الاستثمار في المخزون (*):

يمثل الاستثمار في المخزون وفي كثير من الشركات أحد مجالات الاستثمار قصير الأجل الهامـة نظـرا لارتباطـه بالمباشر البيعي بالنسبة للنشاط التجـاري وارتباطـه غيـر

(*) سيكون عرضنا لهذا الموضوع مختصرا نظرا لأنه يدخل في إطار كتابات متخصصة في مجال إدارة المشتريات والمخازن.

المباشر بالنشاط الإنتاجي في كل مراحل التـ.شغيل بالنـ.سبة للنشاط الصناعي.

ومن المنظور المالي يستمد عنصر المخزون أهمية كبيرة من زاويتين أولها تتعلق بحجم وتكلفة الاستثمار في المخزون وخاصة إذا كان يمثل نسبة كبيرة من جملة الاسـ.تثمار فـ.ي رأس المال العامل مـ.ـع ارتفـ.ـاع تكلفـ.ـة عمليـ.ـات الـ.شراء والتخزين، وثانيهما تتعلق بدورة رأس المال العامـ.ل الأمـ.ر الذي يعكس آثاره الإيجابية أو السلبية على الربحية والسيولة كأهداف تشغيلية وأيضا على قيمة المنشأة التي تمثل الهـ.دف المالي المحوري للمنشأة.

إن القاعدة العامة هنا تتحصر في أهمية العناية بقرارات الاستثمار في المخزون بالشكل الذي يمكن المنشأة من إيجاد حل للمعادلة الصعبة والتي يمثل أحد مكوناتها عدم تعـ.رض المنشأة لمخاطر نقص السيولة مـ.ـن خـ.ـلال تـ.ـضخم حجـ.ـم الاستثمار في المخزون بدون أسباب اقتصادية في حين يمثل مكونها الثاني عدم تعرض المنشأة لمخاطر توقف أو تعطيل النشاط الإنتاجي والبيعي.

والواقع أن المخزون في المشروعات التجارية ينحـ.صر في البضاعة موضع النشاط والتي يتم شراؤها من الموردين وتخزينها لحين بيعها للعملاء نقدا أو بالأجل وعلى ذلك فـ.إن نشاط التخزين هنا يمثل حلقة الوصل بين نـ.شاطي الـ.شراء والبيع.

أما المخزون في المشروعات الصناعية فيتكون غالبا من مواد خام ومنتجات تحت التشغيل ومنتجات تامـ.ة الـ.صنع، حيث يمثل المخزون من المواد الخام حلقـ.ة الوصـ.ل بـ.ين نشاطي الشراء والإنتاج في حـ.ين يمثـ.ل المخـ.زون مـ.ن المنتجات تحت التشغيل حلقة الوصل بين مراحـ.ل الإنتـ.اج المختلفة.

أما المخزون من المنتجات تامة الـ.صنع فيمثـ.ل حلقـ.ة الوصل بين الإنتاج والبيع، ومن الواضح أن إدارة المخزون في المشروعات الصناعية أكثر خطورة منها في المشروعات التجارية.

إن التوصل إلى حل للمعادلة الصعبة السابق ذكرها يمثل أمرا ضروريا لأن زيادة حجم المخزون يؤدي إلـ.ى تحمـ.ل المنشأة لتكاليف تخزين مرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض معدل

العائد على الاستثمار ثمناً لتمتع المنشأة بدرجة عاليـة مـن المرونة في ممارسة أنشطتها الرئيسية بالإضافة إلى انخفاض مخاطرها الناتجة من نفاد المخزون والعكس صحيح. كل ما سبق يؤكد على أهمية العناية بـ:

١- تحديد الكمية الاقتصادية للشراء.

٢- تحديد نقطة إعادة الشراء.

ونعرض فيما يلي - وبكثير من الاختصار - لكـل مـن العنصرين المذكورين على النحو التالي:

تحديد الكمية الاقتصادية للشراء:

ترتبط الكمية الاقتصادية للشراء بعنصرين أساسيين مـن المنظور المالي وهما: .

- تكلفة الشراء.
- تكلفة التخزين.

ومن المنطقي أن يكون إجمالي قيمة تكلفة الشراء وتكلفـة التخزين معبرا عن التكلفة الكلية للاستثمار في المخزون.

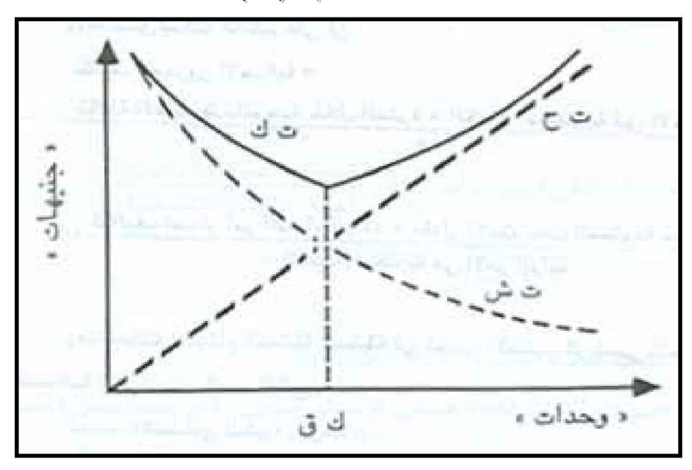
وبالنسبة لتكلفة الشراء فتتمثل في أغلب الأحيان في ثمن الشراء بالإضافة إلى تكاليف إصدار أوامر الـشراء والتـي

تتكون داخليا من تكاليف إرسـال أمـر التوريـد ومتابعتـه وتكاليف الشحن وخصم الكمية الضائع.

أما بالنسبة لتكلفة التخزين والتي يمكن أن يطلق عليهـا تكاليف الاحتفاظ بالمخزون من وقت اسـتلامه إلـى وقـت التخلص منه فتتمثل في تكلفـة الفرصـة البديلـة للأمـوال المستثمرة في المخزون وتكلفة المساحة المخزنية وتكـاليف التأمين وتكاليف المناولة والنقل وتكاليف التـأمين بالإضـافة إلى تكاليف التلف والتقادم.

ويمكننا الآن تعريف الكمية الاقتصادية للشراء على أنهـا تلك الكمية التي تتحمل المنشأة عندها أقـل تكلفـة إجماليـة للشراء والتخزين ويمكننا توضيح هذا المفهوم بيانيا من خلال الشكل التالي: .

شكل رقم (٨)



ويلاحظ بمراجعة الشكل السابق أن: .

ت ح: تعبر عن تكاليف الاحتفاظ بالمخزون والتي يأخـ.ـذ المنحنى المعبر عنها الشكل الخطي؛ حيـ.ـث يـ.ـتم معاملتهـ.ـا كتكاليف متغيرة، أي أن قيمتها تتجه نحو التزايد مـ.ـع تزايـ.ـد حجم المخزون في المتوسط.

ت ش: فتعبر عن تكاليف الشراء والمرتبطة فقـ.ـط بـ.ـذلك الجزء الخاص بتكلفة إصدار أوامر الشراء ويعبر المنحنـ.ـى الخاص بها عن علاقة عكسية بـ.ـين عـ.ـدد أوامـ.ـر الـ.ـشراء المصدرة وبين حجم الكمية المطلوبة في الأمر الواحد.

ت ك: فتعبر عن التكاليف الكلية للمخزون.

ك ق: فتعبر عن النقطة التـي تتحـدد عنـدها الكميـة الاقتصادية للشراء والتي تقع تحت الخط العمود لأدنى نقطة في منحنى التكلفة الكلية للمخزون.

ومما سبق يمكننا التأكيد على أن:

تكاليف المخزون الإجمالية =

$$\frac{\text{تكلفة الاحتفاظ بالوحدة خلال الفترة} \times \text{الكمية المطلوبة في الأمر الواحد}}{2}$$

$$+ \frac{\text{تكاليف إصدار أمر الشراء الواحد} \times \text{مقدار الاحتياجات المطلوبة خلال الفترة}}{\text{الكمية المطلوبة في الأمر الواحد}}$$

وهنا يمكننا استخدام المعادلة السابقة في تحديد الأسـلوب الرياضي لتحديد الكمية الاقتصادية للشراء على النحو التالي:

.

الحجم الاقتصادي للطلبية بالوحدات =

$$\sqrt{\frac{2 \times \text{الاحتياجات السنوية بالوحدات} \times \text{تكلفة إصدار أمر الشراء}}{\text{سعر الوحدة} \times \text{نسبة متوسط تكلفة التخزين}}}$$

ولتطبيق هذه المعادلة نفترض أن الاحتياجـات الـسنوية لإحدى الشركات ٢٠,٠٠٠ وحدة وأن سعر الوحدة ٣٠ جنيها وأن تكلفة إصدار أمر الشراء الواحد ٧٠ جنيها وأن متوسط

تكلفة التخزين ١٠ % الأمر الذي يمكننا من مساعدتها فـي تحديد كمية الطلب الاقتصادية كما يلي:

$$\text{كمية الطلب الاقتصادية} = \sqrt{\frac{٢ \times ٢٠,٠٠٠ \times ٧٠}{٣٠ \times ٠,١٠}} = ٩٦٦ \text{ وحدة}$$

ويمكننا أيضا مساعدتها في تحديد متوسـط المخـزون، التكاليف الكلية للمخزون وعدد أوامر الـشراء فـي الـشهر الواحد وذلك على النحو التالي:

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{\text{كمية الطلب الاقتصادية}}{٢} = \frac{٩٦٦}{٢} = ٤٨٣ \text{ وحدة}$$

$$\text{التكاليف الكلية للمخزون} = \frac{٩٦٦ \times ٠,١٠}{٢} + \frac{٢٠,٠٠٠ \times ٧٠}{٩٦٦} = ١٤٩٧,٥ \text{ جنيه شهريا}$$

$$\text{عدد أوامر الشراء في الشهر الواحد} = \frac{\text{الاحتياجات السنوية بالوحدات}}{\text{كمية الطلب الاقتصادية}}$$

$$= \frac{٢٠,٠٠٠ \text{ وحدة}}{٩٦٦ \text{ وحدة}} = ٢١ \text{ أمرا شهريا}$$

تحديد نقطة إعادة الشراء: Recorder point:

تعني نقطة إعادة الشراء مستوى أو حجم المخزون الـذي عندما تصل المنشأة إليه يبدأ على الفور إصدار أمر شـراء جديد.

وفي إطار الافتراض النظري فإن نقطة إعـادة الـشراء ستكون مساوية للصفر بمعنى أن المنشأة تبدأ في إصدار أمر شراء جديد عندما يصل رصيد المخزون لديها إلى الـصفر بين الواضح أن صفة الافتراض النظري هنا تتمثل في عـدم منطقية التعامل مع:

- اقتراض انتظام حركة استخدام وسـحب المخـزون بشكل كامل.
- افتراض أن وقت الشراء = صفر.
- افتراض عدم حاجة المنشأة للاحتفاظ بحد أدنى مـن المخزون بصفة مستمرة وذلك يمكننا تحديـد نقطـة إعادة الشراء. بافتراض عدم منطقية التعامـل مـع الافتراضات الثلاثة السابقة كما يلي: .

نقطة إعادة الشراء = معدل السحب اليومي × عدد أيـام الشراء + الحد الأدنى للمخزون.

إن كل ما ذكرناه حتـى الآن بالنـسبة للاسـتثمار فـي المخزون يندرج تحت إطار الإدارة الفعالة للمخزون وذلـك فيما يخص الجانب المالي منها.

ويبقى المجال شاغرا لتقديم أسلوب تقييم مدى كفاءة إدارة المنشأة في الاستثمارات الموجهة للمخـزون، الأمـر الـذي سنعرض له على النحو التالي:

في هذا المجال التحليلي يتم استخدام مؤشرين هما: .

١ . معدل دوران المخزون: Inventory turnover:

يقيس هذا المؤشر عدد مرات البيع لمتوسـط المخـزون خلال العام، حيث إنه وفى التحليل الأولي يشير انخفاض عدد مرات الدوران إلى ارتفاع متوسط حجـم الاسـتثمار فـي المخزون وبالتالي انخفاض معدل العائـد علـى الاسـتثمار وانخفاض درجة السيولة في المنشأة. أما في مجال التحليـل الأكثر تعمقاً فإن انخفاض أو ارتفاع معدل دوران المخـزون لا يرجع بالضرورة إلى ضـعف أو ارتفـاع كفـاءة الإدارة وفشل أو نجاح السياسات المتعلقة بتخزين بل يمكن أن يرجع إلى سياسات المنشأة في مجالات منح الائتمان والتحـصيل، حيث إن التساهل في معايير منح الائتمان والاتجاه نحو عدم التشدد في إجراءات التحصيل ينتج عنـه زيـادة المبيعـات الآجلة وزيادة حجم الاستثمار في المخزون.

إلى الفهرس

هذا ويمكن استخراج معـدل دوران المخـزون بإحـدى طريقتين أو كليهما معا وهما:

١/ معدل دوران المخزون (على أساس التكلفة)

$$= \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{(مرة)}$$

$$\text{حيث إن متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة}}{٢}$$

١/ ٢: معـدل دوران المخـزون (علـى أسـاس قيمـة المبيعات):

$$= \frac{\text{قيمة المبيعات}}{\text{متوسط قيمة المخزون}} = \text{(مرة)}$$

حيث إن متوسط قيمة المخـزون = متوسـط المخـزون بالتكلفة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات.

٢ . متوسط فترة التخزين:

متوسط فترة التخزين تعني عدد الأيـام التـي تقـضيها البضاعة في مخازن المنشأة من تاريخ تخزينها وحتى تاريخ تحولها إلى مبيعات نهائية. ومن الواضح أن هنـاك علاقـة

عكسية بين طول الفترة المذكورة وبين درجة كفاءة المنـشأة في إدارة الاستثمار في المخزون وأيضا وجود علاقة عكسية بين معدل دوران المخزون وبين طول الفترة المذكورة حيث إن انخفاض معدل دوران المخزون سوف يعني طول متوسط فترة التخزين الأمر الذي يؤدي وفي التحليل النهـائي إلـى انخفاض كفاءة المنشأة في إدارة الاستثمار في المخزون وما لذلك من انعكاسات سلبية على النتائج المالية لها.

$$\text{إن متوسط فترة التخزين} = \frac{٣٦٠}{\text{معدل دوران المخزون}} = \text{(يوم)}$$

وفي اتجاه تدعيم وتنمية مهارة القارئ المرتبطة بمجـال تحليل هذا الاستثمار وتقييم مدى كفاءة إدارته فلنتجـه نحـو التعامل مع البيانات التالية والتي يفترض أنها توافرت لنا من إحدى الشركات والتي يتضمنها الجدول التالي: .

جدول رقم (١٩)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥
قيمة المبيعات السنوية	١٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	١٦٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
رصيد المخزون	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
معدل تكلفة المبيعات %	٦٠%	٥٥ %	٥٠ %	٤٠ %

هذا وقبل أن نقوم بعرض الجدول التحليـ.ـي المتـ.ـضمن للتحليل المطلوب يهمنا التأكيد على ما يلي: .

- أن قيم المبيعات السنوية ومعدل تكلفة المبيعات، تـ.ـم الحصول عليهما من قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل والتي سنقوم بتوضيح أسلوب إعدادها في الفصل التالي مباشرة.
- بالنسبة لأرصدة المخزون والـ.ـذي يمثـ.ـل أرصـ.ـدة المخزون بأنواعه المختلفة كأحد عناصر رأس المال العامل من وجهة النظر المالية وليست وجهة النظـ.ـر المحاسبية فقد تم الحصول عليها من قائمة المركـ.ـز المالي بعد إعادة تجهيزها أيـ.ـضا لخدمـ.ـة أغـ.ـراض ومتطلبات التحليل حيث تمثل هذه الأرصدة أرصـ.ـدة المخزون بالتكلفة.
- بالرجوع إلى مؤشـ.ـري معـ.ـدل دوران المخـ.ـزون ومتوسط فترة التخزين يتأكد أننا في حاجـ.ـة وقبـ.ـل إعدادنا للجدول التحليلي إلى ما يلي: .
- بالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر التكلفة.

= ($\frac{\text{رصيد مخزون أول المدة + رصيد مخزون آخر المدة}}{٢}$)

وعلى اعتبار أن قائمة المركز المالي يتم إعدادها في آخر كل عام والتي تمثل بالضرورة الأرصدة التي يبدأ بها العـ.ـام التالي مباشرة الأمر الذي يشير إلى إمكانيـ.ـة حـ.ـساب هـ.ـذا المتوسط بالنسبة للسنوات ٩٣، ٩٤، ١٩٩٥ أما بالنسبة للسنة الأولى ١٩٩٢ فإن حساب متوسط رصيدها من المخزون قد حتم علينا الحصول على رصيده في نهاية عام ١٩٩١ والذي يتبين أنه ١٠,٠٠٠ ألف جنيه، وبناء على ذلك فقد تم حساب متوسط أرصدة المخزون كما يلي: .

. بالنسبة لعام ١٩٩٢ = $\frac{٢٠,٠٠٠ + ١٠,٠٠٠}{٢}$ = ١٥,٠٠٠ ألف جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٣= $\frac{٣٠,٠٠٠ + ٢٠,٠٠٠}{٢}$ = ٢٥,٠٠٠ ألف جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٤ = $\frac{٤٠,٠٠٠ + ٣٠,٠٠٠}{٢}$ = ٣٥,٠٠٠ ألف جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٥= $\frac{٦٠,٠٠٠ + ٤٠,٠٠٠}{٢}$ = ٥٠,٠٠٠ ألف جنيه

. وبالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر البيـ.ـع فيـ.ـتم التوصل إليه من خلال المعادلة السابق ذكرها وهي:

متوسط رصيد المخزون بسعر البيع = متوسـ.ـط رصـ.ـيد المخزون × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات.

وعلى ذلك فيتم حساب متوسط أرصدة المخزون بـ.سعر البيع كما يلي: .

. بالنسبة لعام ١٩٩٢ = ١٥,٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٦٠}$ ٢٥,٠٠٠ جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٣ = ٢٥,٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٥٥}$ = ٤٥٤٥٥ ألف جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٤ = ٣٥,٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٥٠}$ = ٧٠,٠٠٠ ألف جنيه

. بالنسبة لعام ١٩٩٥ = ٥٠,٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٤٠}$ = ١٢٥,٠٠٠ ألف جنيه

والآن أصبح المجال مهيئًا لإعداد الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٢٠)

بيان بتحليل مدى كفاءة الشركة موضع التحليل في إدارة الاستثمار في المخزون

(القيمة بالمليون جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤		١٩٩٥	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
قيمة المبيعات السنوية	١٠٠	١٠٠	١٢٠	١٢٠	١٦٠	١٦٠	٢٠٠	٢٠٠
تكلفة المبيعات السنوية	٦٠	١٠٠	٦٦	١١٠	٨٠	١٣٣	٨٠	١٣٣
رصيد المخزون بالتكلفة	٢٠	١٠٠	٣٠	١٥٠	٤٠	٢٠٠	٦٠	٣٠٠
متوسط رصيد المخزون بالتكلفة	١٥	١٠٠	٢٥	١٦٧	٣٥	٢٣٣	٥٠	٣٣٣
متوسط رصيد المخزون بسعر البيع	٢٥	١٠٠	٤٥,٥	١٨٣	٧٠	٢٨٠	١٢٥	٥٠
معدل دوران المخزون	٤ مرات	.	٢,٦ مرة	.	٢,٣ مرة	.	١,٦ مرة	. .
معدل دوران المخزون بسعر البيع	٤ مرات	.	٢,٦ مرة	.	٢,٣ مرة	.	١,٦ مرة	
متوسط فترة التخزين	٩٠ يوما	.	١٣٨,٥ يوم		١٥٦,٥ يوم	.	٢٢٥ يوما	

وباستعراض محتويات هذا الجدول يتأكد أن قيمة معدل دوران المخزون لا يختلف في نتائجه باختلاف طريقة الحساب سواء أكانت على أساس سعر التكلفة أم سعر البيع.

إلى الفهرس

ويتوقف الأمر في استخدام أي منهما على طبيع ـ ة البياذ ـ ات المتوافرة لدى المتصدي للتحليل.

وعودة إلى محتويات الجدول التحليلي يتب ـ ين اتج ـ اه مع ـ دل دوران المخزون ومتوسط فترة التخزين نحو التدهور الشديد وذلك من خلال اتجاه الأول نحو الانخفاض واتج ـ اه الث ـ اني نحو التزايد، ويوضح استخدامنا للأرقام القياسية أن ال ـ سبب الحقيقي لهذا التدهور . الذي يعكس آث ـ اره ال ـ سلبية عل ـ ى النتائج المالية لهذه الشركة . يرجع إلى اتجاه قيم المبيع ـ ات السنوية وتكلفتها نحو التزايد بمعدل أقل من اتجاه قيم متوسط أرصدة المخزون بسعري التكلفة والبيع والت ـ ي تتج ـ ه إل ـ ى التزايد بمعدلات كبيرة.

الفصل السادس

المفهوم المعاصر للتحليل المالي
في إطار مدخل صناعة القرارات المالية

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

هذا الفصل عبارة عن إطار عام ومفصل لنشاط التحليل المالي الذي نهتم به كثيرا انعكاسا لقناعتنا الأساسية بأهميته المتزايدة في مجال صناعة القرارات المالية ومتابعة تنفيذها وذلك داخل إطار الممارسة العملية وخاصة في ظل الاتجاه الحالي للحكومة نحو التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

إن محتوى ومضمون هذا الفصل ينحصر في تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- السيطرة التامة على مفهوم التحليل المالي المعاصر من خلال كونه برنامجا متكاملاً لتحليل مدى سلامة العلاقة بين القرارات المالية وبين النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل وليس ككونه مجرد مجموعة من النسب والمؤشرات المالية التي يتم تطبيقها على البيانات والمعلومات المحاسبية في غياب الإدراك الواعي لمدلولات هذا التطبيق.

٢- الإلمام الكافي بالإطار العام لبرنامج التحليل وأدواته وأساليبه المختلفة وخاصة ما يتعلق بـ. :

٢/ ١ القدرة على تصميم الأداة المالية الملائمـ. ـة لمجـ. ـال التحليل واكتساب مهارة استخدامها.

٢/ ١ القدرة على الاستخدام الفعال لأساليب التحليل المالي والاستفادة من نتائجها.

٢/ ٣ القدرة والمهارة المرتبطة بكتابة وعرض التقـ. ـارير المالية.

٣- السيطرة التامة على النشاط التحليلي المرتبط بإعادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية لتتحول إلى صورة تعكس الفكر المالي للقائم بتحليلها وذلك داخل إطار التفرقة بين الفكر المالي وبين الفكر المحاسبي.

٤- السيطرة التامة على تشخيص وقياس الحالة الماليـ. ـة للمنشأة كمرحلة متقدمـ. ـة مـ. ـن المراحـ. ـل المكونـ. ـة لبرنامجنا التحليلي المقترح مع التفرقة بين حـ. ـالتي اليسر المالي الفني والحقيقي داخل إطـ. ـار منهجيـ. ـة البحث العلمي.

المفهوم المعاصر للتحليل المالي:

إن الفكر المالي المعاصر يتميز أساسا بالشمولية بمعن.ى الاهتمام بجانبي الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد، الأمر الذي يعني الاهتمام بكل من تدبير الأموال ثـ.م الاهتمام بكيفية استخدامها، كل ذلك وصـ.ولاً إلـ.ى تحقيـ.ق المنشأة لنتائجها المالية المستهدفة وذلك من خـ.لال تحقيـ.ق معدل ربحية مرتفع للمساهمين يتماشى مـ.ـع توقعـ.اتهم مـ.ن الفرص البديلة المماثلة مما يرفع مـ.ن قيمـ.ة المنـ.شأة فـ.ي نظرهم؛ الأمر الذي يجعل من الحصول على مصادر تمويل مملوكة إضافية – سواء بطرح أسهم جديدة أو احتجاز أرباح – أمرا ميسورا، هذا بالإضافة إلى توفير السيولة المناسـ.بة مما يضمن للمنشأة البقاء في ميدان الأعمال دون حرج مالي ودون الوصول إلى مرحلة الفشل المالي، هذا بالإضافة إلـ.ى تدعيم الموقف الائتماني للمنشأة من خلال إمكانية الحـ.صول على مصادر استدانية إضافية عند الحاجة إلى ذلك، مع تزايد العناية بمتابعة الموقف المـ.الي للمنـ.شأة بـ.صفة مـ.ستمرة لمحاصرة أي خلل تحدده تلك المتابعة.

والواقع أن الفكر المالي المعاصر يدور حول نقطة ارتكاز جوهرية والتي تتمثل في عملية صناعة القـرارات الماليـة الرشيدة والتي ينعكس أثرها المباشر في تحقيق كل ما سـبق ذكره فيما يتعلق بتفصيلات النتائج المالية، حيث إن القرارات المالية المذكورة بكل من التمويل والاستثمار تعتبر المتغيـر الأساسي في تحقيقها، ومن هنا يمكن التأكيد على الاخـتلاف الجوهري بين كل من الوظيفة المالية والوظيفة المحاسـبية، حيث من الواضح أن الوظيفة الماليـة التـي تتعامـل مـع المستقبل من خلال عملية اتخاذ القرارات المالية المدروسـة لكل من التمويل والاستثمار مع اهتمامهـا الكامـل بتحقيـق مجموعة من الأهداف المالية من خلال تلك القرارات، فـي حين أن الوظيفة المحاسبية تعتبر وظيفة تـسجيلية بالدرجـة الأولى توجه اهتمامها نحو استخدام المفاهيم والنظم المحاسبية والتكاليفية المتعددة في تسجيل القرارات المالية بعد تنفيـذها لكي تظهر في النهاية مجموعـة مـن القـوائم المحاسـبية والتكاليفية، والتي من خلالها يمكن الوقوف على مدى سلامة المركز المالي للمنشأة.

إلى الفهرس

ويصبح واضحا الآن أن قائمة المركز المالي التـ.ـي تعـ.ـد محاسبيا في نهاية السنة المالية يعكس جانبها الأيسر – وهـ.ـو الخصوم بالمفهوم المحاسـ.ـبي – التزامـ.ـات المنـ.ـشأة تجـ.ـاه مساهميها ودائنيها لحظة إعداد تلك القائمـ.ـة والتـ.ـي تعكـ.ـس القرارات التمويلية، في حين يعكس جانبها الأيمـ.ـن – وهـ.ـو الأصول بالمفهوم المحاسبي – أرصدة ممتلكات المنشأة مـ.ـن مختلف الأصول والتي تعكس القرارات الاستثمارية وأيـ.ـضا من خلال القوائم المالية الأخـ.ـرى وهـ.ـي حـ.ـساب الأربـ.ـاح والخسائر وحساب المتاجرة وحساب العمليات الجارية والتي تعكس النتائج النهائية التي وصلت إليها المنشأة فـ.ـي نهايـ.ـة العام.

لقد ارتبط ظهور التحليل المالي كأحـ.ـد مكونـ.ـات الفكـ.ـر المالي بمرحلة الكساد العالمي في ثلاثينيات هذا القرن، حيث تفشت خلال تلك الفترة ظاهرة الفشل المـ.ـالي للعديـ.ـد مـ.ـن المشروعات وتصفيتها أو إعادة تنظيمها، وخلال تلك الفتـ.ـرة الزمنية حدث تطور ملموس في الفكر المالي ليتضمن نوعـ.ـا من التركيز على موضوع حماية المشروعات مـ.ـن الفـ.ـشل المالي وضمان بقائها في دنيا الأعمال، وبذلك أخذ التحليـ.ـل

المالي مكانه المتميز في تحليل المراكز المالية للمـ.شروعات على الرغم من انتهاء حالة الكساد العالمي، حيث إن الشخص الذي يفاجئه أحد الأمراض الخطيرة وعلى الرغم من شـ.فائه التام من هذا المرض فتتميز الفتـ.رة المتبقيـ.ة مـ.ن حياتـ.ه باهتمامه الملحوظ بعمل الكشوف والتحاليل الطبيـ.ة بـ.شكل متكرر.

وينظر الكثيرون إلى التحليل المالي على أنه عملية فنيـ.ة تهدف إلى فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة عن منشأة معينة خلال فترة زمنية أو فترات ماضية بهـ.دف اسـ.تنتاج بعض المعلومات عن مدى تقدم المنشأة خلال تلـ.ك الفتـ.رة والتنبؤ بنتيجة أعمالها عن فترات مـ.ستقبلية، حيـ.ث تتعـ.دد مجالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة من نتائجـ.ه سـ.واء داخلية أو خارجية.

إن التحليل المالي على الرغم من أهميتـ.ه الكبيـ.رة مـ.ن الناحية العملية يمارسه العديـ.د مـ.ن المتخصـ.صين وغيـ.ر المتخصصين وللأسف الشديد بأساليب سطحية تخلـ.و مـ.ن العمق الفكري والتحليلي؛ الأمر الذي لا يؤدي إلـ.ى نتـ.ائج يمكن الاستفادة منها عمليا، حيث إن المحلل المالي يجـ.ب أن

يتميز بقدرات خاصة تمكنه من إيجاد الترابط بين العناصر المختلفة والخاضعة للتحليل مع أهمية استيعابه التام للأصول العلمية التي تحكم إدارة المشروعات.. كل ذلك في إطار تعايشه التام مع النشاط الاقتصادي للمنشأة موضع التحليل.

إن التحليل المالي ومن وجهة نظرنا يتلخص في تحديد مدى سلامة العلاقة بين كل من القرارات المالية والنتائج المالية المترتبة عليها، الأمر الذي يعني التأكد من أن المنشأة موضع التحليل قد حققت أهدافها المالية المخططة من خلال مجموعة من القرارات المالية السليمة والمتعلقة بالتمويل والاستثمار، هذا بالإضافة لأهمية توجيه العناية لتفهم المعنى الدقيق لاصطلاح المركز المالي موضع التحليل والذي يمكن تلخيصه في مجموعتين، تتمثل الأولى في مجموعة من القرارات المالية وتتمثل الثانية في مجموعة من الأهداف أو النتائج المالية، حيث إن هناك علاقة تبادلية بين المجموعتين، حيث إن القرارات المالية السليمة والمدروسة علميا سوف تؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنشأة لأهدافها المالية المخططة والعكس صحيح، ومن منظور آخر فإن الأهداف المالية المخططة تمثل الإطار المرجعي لمتخذ القرارات المالية،

بمعنى أن متخذ القرار لا بد وأن يكون واضحا فـي ذهنـه وبدقة ما يريد الوصول إليه، وبناء على ذلك يتخذ القـرارات المالية المختلفة، ولكي يصبح الأمر أكثر وضوحا فنعـرض من خلال الشكل التالي تفصيلاً لمكونـات المركـز المـالي موضع التحليل.


شكل رقم (1)
تعظيم
قيمة
المنشأة
قرارات
التمويل
قرارات
الاستثمار
الربحية
السيولة

ويتبين من خلال الشكل السابق أن تحليل المركز المالي لأي منشأة والذي يتضمن تحليلاً للقرارات والنتائج المالية سـ.وف يغطي أربعة مجالات فرعية وهي:

١- تحليل قرارات التمويل (برنامج تحليلي خاص).

٢- تحليل قرارات الاستثمار (برنامج تحليلي خاص).

٣- تحليل السيولة (برنامج تحليلي خاص).

٤- تحليل الربحية. (برنامج تحليلي خاص).

وليس من الأمور الحتمية أن يتم التحليل بنفس الترتيـ.ب المذكور، حيث إن البرنامج التحليلي لا بد وأن يتضمن فـ.ي النهاية تحليلا للمجالات الأربعة مع التأكيـ.د علـ.ى حقيقـ.ة جوهرية تتمثل في أن المركز المالي لأي منشأة هو مركـ.ز مالي واحد لا يمكن تجزئته إلا لأغراض التحليل العلمي فقط، حيث يتشابه المركز المالي بعناصره المختلفـ.ة مـ.ع جـ.سم الإنسان الذي يتكون من أجزاء عديدة ولكنها وفـ.ي التحليـ.ل النهائي تمثل أجزاء عديدة لشخص واحد، الأمر الذي يعنـ.ي الارتباط الشديد بين المجالات الفرعية حيث إن نتائج تحليـ.ل أي مجموعة تنعكس وتعكس نتائج تحليل العناصر الأخـ.رى

الأمر الذي يحتاج – كما سبق أن ذكرنا – إلى ضرورة تمتع المحلل المالي بقدرات خاصة.

أدوات التحليل المالي:

يقصد بأدوات التحليل تلك الوسائل التي يمكن من خلالها تنفيذ البرنامج التحليلي، والتي تحتاج إلى الكثير مـ.ن الدقـ.ة والعناية عند تصنيعها، وكذلك عند اسـ.تخدامها، وفـ.ي هـ.ذا المجال فإن أشهر الأدوات التحليليـ.ة المـ.ستخدمة وأكثرهـ.ا شيوعا هي النسب أو المؤشرات المالية، حيـ.ث إن النـ.سبة المالية أو المؤشر المالي هي نتيجة محددة نصل إليهـ.ا مـ.ن خلال قسمة رقم معين على رقم معين، ومن الأمور الهامـ.ة جدا أن يتم تصميم المؤشر المالي من خلال منطـ.ق فكـ.ري وفني واضحين حيث إن هناك ضرورة لوجود علاقة منطقية بين بسط ومقام المؤشر وأن تكون النتيجة المـ.ستخرجة ذات معنى واضح، فإذا تصورنا أن مؤشرا ماليا معيناً بسطه رأس المال ومقامه رصيد الحسابات المدينة وأوراق القبض . فما معنى هذا المؤشر؟ وأي نتيجة يمكن أن نـ.صل إليهـ.ا عنـ.د تطبيقه؟ وما هي العلاقة المنطقية بين كل مـ.ن رأس المـ.ال والحسابات المدينة؟ ومن الواضح أن الإجابة عن التساؤلات

السابقة سوف تحدد بشكل قاطع أن المؤشر المذكور قـد تـم تصميمه بطريقة خاطئة وغير واعية.

ولقد لاحظنا القصور الشديد المرتبط بهذه الأداة التحليليـة حيث تمتلئ الكتب والمؤلفـات المتخصـصة بالعديـد مـن المؤشرات المالية التي لم يطرأ عليها أي تغير ملموس لفترة زمنية طويلة، وفي سبيل معالجة هذا القصور فقد سـبق أن تصدينا لمجال تصميم العديد من المؤشرات المالية الجديـدة والتي تخدم أهداف تحليلية محددة مثل تصميم مجموعة مـن المؤشرات المالية الموجهة لتحليل المراكز المالية لـشركات التأمين بالإضافة إلى تصميم مجموعة من المؤشرات المالية الموجهة لتحليل المراكز المالية لشركات التـأمين بالإضـافة إلى تصميم مجموعة أخرى لتحديد العوامل المـؤثرة علـى النتائج المالية للمشروعات الخاضعة لقانون الاستثمار رقـم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمعدل بالقانون رقـم ٣٢ لـسنة ١٩٧٧ والتي يطلق عليها مشروعات الانفتاح الاقتـصادي، ونحـن ندعو إلى توجيه المزيد من العناية لهذا المجال الهام، وعلـى جانب المؤشرات المالية المذكورة فهنـاك أداة أخـرى مـن أدوات التحليل تتمثل في مجموعة من القوائم المالية التحليلية

والتي تصمم لخدمة أهداف محـ ـددة، أن القائمـ ـة التحليليـ ـة بالمعنى المقصود هنا هي قائمة من صنع وتصميم المحلـ ـل المالي دون غيره وذلك خلافًا للقوائم والحـ ـسابات الختاميـ ـة التي تعدها المنشأة في نهايات السنوات المالية.

ولقد سبق أن ذكرنا أن القرارات المالية التـ ـي سـ ـبق أن اتخذتها إدارة المنشأة موضع التحليل، وما ترتب عليها مـ ـن نتائج مالية، يتم تسجيلها محاسبيا في شـ ـكل مجموعـ ـة مـ ـن القوائم المالية والحسابات الختامية، ومن أكثر تلـ ـك القـ ـوائم استخداما عند تنفيذ البرنامج التحليلـ ـي الميزانيـ ـة العموميـ ـة وقائمة العمليات الجارية أو قائمـ ـة الـ ـدخل بالإضـ ـافة إلـ ـى ضرورة النظر إلى البيانات والأرقام التي تحويها تلك القوائم على أنها انعكاس مباشر لقرارات مالية، حيث يجب أن ننظر إلى رقم قدره ١٠٠٠ جنيه آلات ومعدات، ورقم ٥٠٠٠ جنيه حسابات مدينة على أنها قرارات مالية متعلقـ ـة بالاسـ ـتثمار طويل وقصير الأجل على التوالي، ولا يجب النظر إليها على أنها أرصدة حسابات تعكس نشاطًا محاسبيا داخل المنـ ـشأة، وبالتالي تتلخص نظره المحلل المالي لهذه الأرقام على أنهـ ـا قرارات مالية استثمارية موضع تقييم، وتحديد انعكاس مـ ـدى

سلامة أو عدم سلامة هذه القرارات على النتائج المالية التي تم التوصل إليها بالفعل، وكذلك يجب أن ننظر إلى رقم قدره ٢٠,٠٠٠ جنيه قروض طويلة الأجل ورقم ١٥,٠٠٠ جنيه سحب على المكشوف على أنها قرارات مالية متعلقة بالتمويل طويل وقصير الأجل، مع تقييم هذه القرارات وتحديد انعكاساتها على النتائج المالية للمنشأة.

وبذلك يتضح أن المحلل المالي لكي يتمكن من القيام بمهمته، فلا بد أن يحصل على القوائم المالية للمنشأة موضع التحليل لعدد من السنوات، بالإضافة إلى المرفقات التي تساعده على الإلمام بكل التفاصيل ومن وجهة أخرى وفي مجال الحديث عن أدوات التحليل المالي لا يفوتنا التأكيد على استخدام النماذج الرياضية والإحصائية كواحدة من الأدوات الحديثة شائعة الاستخدام في مجال صناعة النظريات العلمية في مجال التمويل بالإضافة إلى شيوع استخدامها في مجال التحليل المالي.

أساليب التحليل المالي:

الواقع أن نتائج التحليل المالي ستختلف باختلاف الأساليب والمفاهيم المستخدمة، وعلى ذلك فمن الأهمية بمكان التحديد

الدقيق للأساليب والمفاهيم المستخدمة في أي عملية تحليل مالي، حيث إن هناك العديد من الدراسات في هذا المجال والتي توصلت إلى العديد من أساليب التحليل التي يمكن تطبيقها في خدمة الأهداف التحليلية المختلفة.

ويتطلب التخطيط السليم من المحلل المالي مراعاة الدقة في اختيار الأساليب التي تتلاءم مع أهداف التحليل ونطاقه، وفي هذا المجال فهناك اتفاق على ضرورة استخدام أسلوبين من أساليب التحليل في ذات الوقت هما:

١- أسلوب التحليل الرأسي أو الثابت Static analysis.

٢- أسلوب التحليل الأفقي أو المتحرك Dynamic analysis.

حيث يتعلق الأسلوب الأول بتحليل قائمة مالية واحدة وذلك بمقارنة عناصر الأصول ببعضها البعض لإبراز وزنها النسبي أو بمقارنة بعض عناصر الأصول ببعض عناصر الخصوم وينطبق ذلك أيضا على قائمة الدخل والقوائم المالية الأخرى ويطلق على هذا الأسلوب صفة الثبات على اعتبار أن عنصر الزمن ثابت نظرا لارتباط الدراسة بفترة زمنية

واحدة، ومن الواضح أن هذا الأسلوب في حالة الاعتماد عليه بشكل منفرد سوف يؤدي إلى نتائج مضللة نظرا لأن القوائم المالية التي تم الاعتماد عليها تعكس الموقف المالي للمنـ.شأة في لحظة زمنية معينة وهي لحظة إعداد المنشأة لتلك القوائم، ومن هنا فيتم تلافي هذا القصور من خلال اتباع الأسـ.لوب الثاني والذي سيعتمد على متابعة التغير في القيم مـ.ن فتـ.رة لأخرى وحساب التغيرات في تلك القيم على مدى عدد مـ.ن السنوات الماضية من خلال اسـ.تنتاج الاتجاهـ.ات ومراقبـ.ة التغيرات في المركز المالي للمنشأة مع مرور الزمن، ومـ.ن جهة أخرى فإن الاعتماد على أسـ.لوب التحليـ.ل الأفقـ.ي أو الاتجاهي يمكّن المحلل المالي من التغلب علـ.ى أحـ.د أهـ.م الصعوبات التي تواجهه والتي تتمثل في غيـ.اب المعـ.دلات النمطية أو المعيارية التي تستخدم في مرحلة مقارنة نتـ.ائج التحليل الفعلية بتلك المعيارية أو النمطية لإمكانية تحديد أوجه القصور أو الانحراف في المجال الفرعي الذي يتم تحليله.

وهنا يلعب الأسلوب الاتجاهي دورا ملموسا في مواجهـ.ة الصعوبات المذكورة من خلال تمكن المحلـ.ل المـ.الي مـ.ن

متابعة اتجاه العنصر موضع التحليل سواء نحـ.و الثبـ.ات أو التحسن أو التدهور.

وفي هذا المجال فإن هناك نقصا شديدا فيما يتعلق بتحديد المعايير النمطية للأداء المالي وما يترتب عليه مـ.ن نتـ.ائج مالية لمختلف الأنشطة الاقتصادية، حيـ.ث نـ.دعو البـ.احثين والمهتمين بالفكر المالي وخاصة من يهتم منهم بمجال التحليل المالي إلى توجيه عنايتهم نحو سد هذه الفجوة، وحتى لا أقع في دائرة المقصودين بالآية الكريمة (**أَتَأْمرون النَّاْس بِالْبِرِ وتَنْسون أَنْفُسكُم**) صدق الله العظيم، فقد تصديت في العديد من أبحاثي العلمية ومؤلفاتي الجامعية إلى مجالات التطبيـ.ق العملي على مجالات النشاط الاقتـ.صادي المختلفـ.ة بهـ.دف التوصل إلى معايير خاصة ومحـ.ددة تحكـ.م الأداء المـ.الي لمجالات النشاط المختلفة.

وعلى الرغم من هذا الجهد فلا أخفي مـ.ا يواجهـ.ه مـ.ن إهمال وعدم عناية بنشر استخدامه في مناخ لا يمكن وصـ.فه باحترام العلم والاستفادة العملية من نتائجه.

وفي اتجاه اهتمامنا بتنمية المهارة المرتبط .ة باس .تخدام أدوات التحليل المالي وأساليبه نوجه الانتب .اه إل .ى المث .ال التالي:

هل يمكننا الحكم على مدى منطقية العلاقة التالية:

$$\frac{\text{صافي حقوق الملكية}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \times ١٠٠؟$$

أن بسط العلاقة المذكورة المتمثل ف .ي "ص .افي حق .وق الملكية" يمثل أحد المجموعات ال .ثلاث المكون .ة لخ .صوم الميزانية وذلك من منظور الفكر المحاسبي حيث يمثل التزام المنشأة تجاه مساهميها ومن منظور الفكر المالي فيمثل أح .د مصادر التمويل الدائمة أو طويلة الأج .ل وأعل .ى م .صادر التمويل تكلفة، في حين يمثل مقام العلاق .ة والمتمث .ل ف .ي "صافي الأصول الثابتة" فيمثل أحد المجم .وعتين المك .ونتين لأصول الميزانية وذلك من منظور الفكر المحاسبي، في حين يمثل – ومن منظور الفكر المالي – قيمة الاستثمارات الدائمة أو طويلة الأجل (دون النظر إلى الجزء الدائم من الاستثمار في رأس المال العامل واللازم لتشغيل هذه الاستثمارات) وإذا أخذنا في الاعتبار واحدا من المب .ادئ التمويلي .ة المعروف .ة

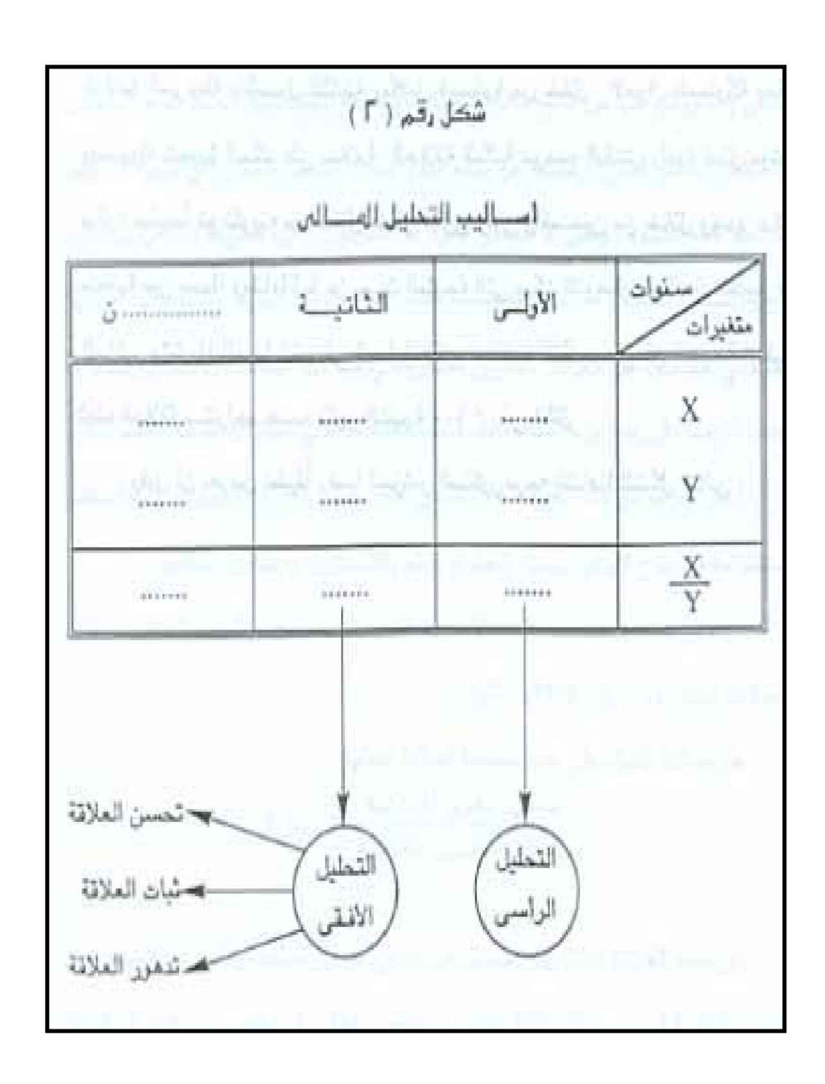
والمستخدمة في صناعة القرارات الماليـ.ـة والـ.ـذي يقـ.ـضي بضرورة تمويل الاستثمارات الدائمة المرتبطـ.ـة بالأصـ.ـول الثابتة وبكامل قيمتها من خلال الأمـ.ـوال المملوكـ.ـة يمكننـ.ـا وبسهولة شديدة الحكم على سلامة العلاقة الماليـ.ـة موضـ.ـع النقاش وأنها تمثل مؤشرا ماليا سليما تم تكوينه مـ.ـن خـ.ـلال منطق فكري وفني واضحين من خلال وجود علاقة منطقيـ.ـة بين بسطه ومقامه، أما من حيث النتيجة التي يمكن التوصـ.ـل إليها عند تطبيق هذا المؤشر وتطبيقاً للمبدأ التمويلي الـ.ـسابق ذكره فيمكننا التأكيد على أن النتيجة المقبولة لهـ.ـذه العلاقـ.ـة ستتواجد عندما تكون النتيجة ١٠٠ % على الأقل.

وقبل أن نعرض تطبيقاً رقميا للمؤشر المـ.ـذكور نوجـ.ـه انتباهنا للشكل التالي:

شكل رقم (٣)

أساليب التحليل المالي

متغيرات / سنوات	الأولى	الثانية	ن ....
X	....	....	....
Y	....	....	....
X/Y	....	....	....



إلى الفهرس

ومن الشكل الموضح يمكننا التأكيد على أن التحليل الرأسـي ينحصر في تحديد مدى سلامة العلاقة المالية محل التحليـل في السنة الأولى (سنة الأساس) في حين أن التحليل الأفقـي سيرتبط بمتابعة تطور العلاقة المالية محل التحليل واتجاههـا خلال سنوات المقارنة والتي لن تخرج عن أحد ثلاث حالات محتملة **أولها** ثبات العلاقة كما هي عليه في سنة الأسـاس، أما **ثانيها** فيرتبط باتجاه العلاقة المالية نحو التحسن، في حين يرتبط **آخرها** باتجاهه نحو التدهور.

وأعتقد أن القارئ يشاركني الاعتقـاد بارتبـاط التحليـل المذكور بصفة التحليل الوصفي الأمر الذي يتطلب ضرورة الحرص على إضفاء مزيد من العمق التحليلي إلـى جانـب التحليل الوصفي والذي يمكن تجسيده في العناية بتفسير سبب أو أسباب الاتجاه نحو الثبات أو التحـسن أو التـدهور فـي العلاقة المالية موضع التحليل وهو الأمر الذي يفيد كثيرا في مجالي صناعة القرارات المالية وتحليلها ولتوضيح كـل مـا سبق نفترض أنه قد أتيحت لنا البيانـات التاليـة والخاصـة بإحدى الشركات وذلك فيما يتعلق بكل من صـافي حقـوق الملكية وصافي الأصول الثابتة.

جدول رقم (١)

(القيمة بالجنيه)

سنوات / بيان	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣
صافي حقوق الملكية	٣٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
صافي أصول ثابتة	٤٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٨٠,٠٠٠

ولتحليل مدى سلامة العلاقة المالية المذكورة يلزمنا إعداد الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٢)

بيان بتحليل مدى سلامة العلاقة بين صافي حقوق الملكية وصافي الأصول الثابتة للشركة (س) في الفترة من ١٩٩١ ـ ١٩٩٣

(القيمة بالجنيه)

سنوات / بيان	سنة الأساس ١٩٩١		سنتا المقارنة ١٩٩٢		سنتا المقارنة ١٩٩٣	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقـ . . . م قياسي	قيمة	رقـ . . . م قياسي
صافي حقوق الملكية	٣٠,٠٠٠	١٠٠	٤٠,٠٠٠	١٣٢	٥٠,٠٠٠	١٦٧
+						
صافي أصول ثابتة	٤٠,٠٠٠	١٠٠	٦٠,٠٠٠	١٥٠	٨٠,٠٠٠	٢٠٠
نتيجة العلاقة المالية %	٧٥ %	.	٦٧ %	.	%٦٢,٥	.

إلى الفهرس

وهنا يمكننا عرض الأسلوب الصحيح للتحليل علـى الوجه التالي:

أنه وعلى مستوى التحليل الرأسي (تحليل الموقف فـي سنة الأساس) يتبين عدم سلامة العلاقة بين صـافي حقـوق الملكية وصافي الأصول الثابتة؛ الأمر الذي يعكس عدم كفاية حقوق الملكية لتمويل الأصول الثابتة بكامل قيمتها وهو الأمر الذي يتطلب مزيدا من التحليل والذي يعتمد على دراسة ثلاثة فروض أساسية (ثلاثة احتمالات أو أسباب محتملة) وهي:

الفرض الأول: القصور في حجـم التمويـل بالملكيـة مـع افتراض سلامة حجم الاستثمار في الأصول الثابتة.

الفرض الثاني: المبالغة في حجم الاستثمار فـي الأصـول الثابتة مع افتراض سلامة حجـم التمويـل بالملكية.

الفرض الثالث: الانخفاض في حجم التمويل بالملكيـة مـع المبالغة في حجم الاستثمار فـي الأصـول الثابتة.

ومن الواضح أننا نطبق منهجية البحث العلمي في تحلي.ل العلاقة المذكورة حيث تتعامل مع حالة م.ن ح.الات ع.دم الوضوح أو عدم المعرفة عن السبب الحقيقي لع.دم س.لامة العلاقة بين صافي حقوق الملكية وصافي الأص.ول الثابت.ة باعتبارها ظاهرة سلبية تحتاج إلى جهد علم.ي م.نظم ف.ي تحليلها وتحديد أسبابها الحقيقية والذي يعتمد على صياغة ما يسمى بالفروض Hypotheses والتي تعك.س ع.ددا م.ن الأسباب المحتملة للظاهرة موضع البحث والتحلي.ل وال.ذي ينتهي إما بالتثبت من الفرض وصحبته أو ع.دم ص.حته أو صحته بنسبة أقل من ١٠٠ %،و يلاحظ أيضا أنن.ا وعن.د صياغتنا للفرضين الأول والثاني ق.د اس.تخدمنا اص.طلاح الافتراض Assumption والذي يعكس نوعا م.ن ال.تحكم النظري في بعض المتغيرات المكونة للعلاقة موضع البح.ث والتحليل وذلك بهدف تركيز جهد الباحث في اتج.اه واح.د يمكن دراسته بدرجة كافية من العمق.

أما على مستوى التحليل الأفقي (اتجاه العلاقة في سنوات المقارنة مقارنة بما كانت عليه في سنة الأساس) فيتأكد اتجاه العلاقة المالية بين صافي حقوق الملكية وص.افي الأص.ول

الثابتة إلى مزيد من التدهور والـ.سبب فـ.ي هـ.ذا الاتجـ.اه التدهوري وكما توضحه الأرقام القياسية هو اتجاه كل مـ.ن التمويل بالملكية والاستثمارات الموجهة للأصول الثابتة نحو التزايد في ظل اتجاه الأول للزيادة بمعدل أقل من معدل اتجاه الزيادة في الثانية؛ الأمر الذي يمكن أن يعكس اتجاها نحـ.و التوسع غير المدروس في الاسـ.تثمارات الثابتـ.ة (الفـ.رض الثاني).

هذا وقبل أن ننهي توضيحنا للمفهوم المعاصـ.ر للتحليـ.ل المالي وأدواته وأساليبه ننوه إلى أن التحليل الذي اعتمد على محتويات الجدول التحليلي السابق قد اعتمد علـ.ى أسـ.لوب تثبيت سنة الأساس (١٩٩١) والـ.ذي قـ.د يواجـ.ه بعـ.ض الانتقادات المتعلقة بالتشكيك في صلاحية السنة الأولى كسنة أساس وهو الأمر الذي يمكن التغلب عليه باستخدام أسـ.لوب سنة الأساس المتحركة حيث تستخدم كل سنة كـ.سنة أسـ.اس للسنة التالية لها، وفي نفس الوقت تستخدم كسنة مقارنة للسنة السابقة لها، حيث يمكننا توضيح هذا الأسلوب مـ.ن خـ.لال إعادة عرض الجدول التحليلي السابق وذلـ.ك علـ.ى الوجـ.ه الآتي:

جدول رقم (٣)

بيان بتحليل مدى سلامة العلاقة بين صافي حقوق الملكية وصافي الأصول الثابتة للشركة (س) في الفترة من ١٩٩١ـ ١٩٩٣

(القيمة بالجنيه)

سنوات / بيان	١٩٩١		سنتي المقارنة			
			١٩٩٢		١٩٩٣	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقـ...م قياسي	قيمة	رقـ...م قياسي
صافي حقوق الملكية	٣٠,٠٠٠	١٠٠	٤٠,٠٠٠	١٣٣	٥٠,٠٠٠	١٢٥
+						
صافي أصول ثابتة	٤٠,٠٠٠	١٠٠	٦٠,٠٠٠	١٥٠	٨٠,٠٠٠	١٣٣
نتيجة العلاقة المالية %	٧٥ %	.	٦٧ %	.	%٦٢,٥	.

ويلاحظ أن نتائج التحليل لم تختلف بـ.اختلاف الأسـ.لوب المستخدم في معالجة سنة الأساس وهو الأمر الذي لا يمكـ.ن تعميمه كقاعدة عامة.

الإطار الفكـري لإعـادة تجهيـز القـوائم الماليـة والمحاسبية لخدمة أغراض التحليل:

يأتي هذا الجزء ليؤكد على نتائج الاختلاف بين كل مـن الفكر المالي والفكر المحاسبي والتي سـبق توضـيحها فـي الفصل الأول من هذا الكتاب.

وفي هذا المجال نبدأ بالتساؤل الآتي:

هل يمكن تطبيق البرنامج التحليلي اعتمادا على القـوائم المالية المحاسبية بشكل مباشر؟

والواقع أننا مع الاتجاه المتنامي والذي ينادي بـضرورة إعادة النظر في تلك القوائم المالية وإعادة تجهيزهـا لخدمـة أغراض التحليل، حيث إن هناك اختلافات واضحة بين تلـك المفاهيم والأسس المحاسبية التي حكمت القـائمين بإعـدادها وبين تلك المفاهيم التي يجب أن تحكم المتـصدي لتحليلهـا، حيث يهدف المحاسبون إلى عرض البيانات المالية الفعلية في تصنيف محاسبي معين وبأرصدة معينة نتيجـة للمعالجـات المحاسبية التي تنص عليها النظريـات والـنظم المحاسـبية المختلفة، في حين يهدف المحلل المالي إلى الوقـوف علـى مدى سلامة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل أو علـى

مدى سلامة العلاقة بين القرارات المالية وبين النتائج المالية، الأمر الذي يحتم ضرورة تحويل الأرصدة المالية والمحاسبية إلى قرارات ونتائج مالية تعكس الأداء الإداري المالي للمنشأة بالشكل الذي يجعله قابلاً للتقييم الموضوعي من منظور تقييم الأداء الإداري.

ونؤكد في هذا المجال أن المحلل المالي يعتمد في تنفيـذه للبرنامج التحليلي المتكامل علـى قائمـة المركـز المـالي (الميزانية العمومية) وقائمة الدخل الأمر الذي يتطلب معالجة كل منهما بشكل منفرد وذلك فيما يتعلق بـالإجراء الخـاص بإعادة التجهيز وذلك على الوجه التالي:

(١) الإطار الفكري لإعادة تجهيز قائمـة المركـز المـالي لخدمة أغراض التحليل:

فيما يتعلق بالميزانية العمومية أو قائمة المركـز المـالي يصبح من الأمور الحتمية إعادة تجهيزها لأغراض التحليـل وذلك لعدة أسباب منها [*]:

---

[*] للتوسع في مجال الانتقادات الموجهة إلى الميزانية العمومية راجـع مؤلف الدكتور شوقي حسن عبد الله، التمويـل والإدارة الماليـة. دار النهضة العربية، ١٩٨٠، من ص ٧٧ . ٨٢.

إلى الفهرس

١- أن قائمة المركز المالي بـ.شكلها التقليـ.دي تحـ.وي مجموعة من البنود الفرعية في حـ.ين أن المحلـ.ل المالي يرى ضرورة إظهار ما بداخلها فـ.ي شـ.كل مجموعات رئيسية.

٢- أن قائمة المركز المالي عند إعدادها لا تخلـ.و مـ.ن الآراء الشخصية، وذلك فيما يتعلق بطـ.رق تقـ.ويم بعض الأصول، وكذلك فيما يتعلق ببعض المعالجات المحاسبية بهدف وضع أرصدة الحـ.سابات بـ.شكل معين بقصد إظهار نتيجة المنشأة بشكل معين، الأمر الذي يتعارض مع مبادئ التحليل.

٣- اهتمام المحلل المالي بما هو دائم وما هو غير دائـ.م (طويل وقصير الأجل) بالنـ.سبة لأصـ.ول المنـ.شأة وخصومها، الأمر الذي لا توضحه قائمـ.ة المركـ.ز المالي بشكلها التقليدي.

وللأسباب السابق ذكرها فهناك ضرورة لإعـ.ادة تجهيـ.ز قائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل حيـ.ث نفـ.ضل تسمية هذا الإجراء بإعـ.ادة التـ.صنيف Reclassification والذي يعني إعادة تحديد تبعية البنود الفرعية التي تتـ.ضمنها

إلى الفهرس

قائمة المركز المالي للمجموعات الرئيسية بما يتماشـى مـع مبادئ وأهداف واحتياجات التحليل.

وفي هذا المجال فإن هناك العديد مـن وجهـات النظـر المتعلقة بإعادة تصنيف قائمة المركز المالي، وخاصة فيمـا يتعلق بالمجالات الآتية:

بالنسبة لشكل قائمة المركز المالي بعد إعادة تصنيفها:

إن الشكل المناسب لقائمة المركز المالي للمنشأة موضـع التحليل كما نراه يتمثل في الآتي:

جدول رقم (٤)

الأصول	الخصوم ورأس المال
أساس التقسيم: الغرض من حيازة الأصل ودرجة قابليته للسيولة ١ . مجموعة الأصول الثابتة. ٢ . مجموعة الأصول شبه الثابتة. ٣ . مجموعة الأصول المتداولة	**أساس التقسيم:** نوع الملكية، والفترة الزمنية لاستحقاق الدين ١ . مجموعة حقوق الملكية (صافي) ٢ . مجموعة الخصوم طويلة الأجل. ٣ . مجموعة الخصوم قصيرة الأجـل (المتداولة).

بالنسبة لأسس تكـوين المجموعـات الرئيـسية للأصـول والخصوم:

على الرغم من عدم وجود أسس موحدة تنعكس في شكل تصنيف نموذجي متفق عليه، حتى بالنسبة للنشاط الواحـد . وهو أمر مقبول بالنسبة لمنهجية التحليل . إلا أن هناك عدة أحكام يجب مراعاتها أثناء القيام بعملية إعادة تصنيف قائمـة المركز المالي لأي منشأة، وهنا سـوف نعـرض للأسـس الواجب اتباعها عند تكوين المجموعات الست المذكورة وذلك على الوجه الآتي:

بالنسبة لجانب الأصول:

. **مجموعة الأصول الثابتة** Fixed Assets:

لقد عرف النظام المحاسبي الموحد الأصول الثابتة بأنهـا عبارة عن ممتلكات منقولة ملموسة أو غير ملموسة مقتنـاة بمعرفة الوحدة لغير أغراض البيع أو التحويل بل لاسـتمرار استعمالها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.

إن المفهوم السابق للأصول الثابتة، والذي يعكس بـشكل مباشر وجهة النظر المحاسبية والتي على أساسها تم تكـوين هذه المجموعة داخل قائمة المركز المالي، لتتضمن العناصر

التالية: (أراضي، مباني وإنشاءات ومرافق، آلات ومعـدات، وسائل نقل وانتقال، عددا وأدوات، أثاثًا ومعدات ومكاتـب، ثروة حيوانية ومائية، نفقات إيرادية مؤجلة).

وفيما يتعلق بوجهة نظر المحلل المالي بشأن تكوين هـذه المجموعة فهناك شبه اتفاق على ضرورة كون الأصل الثابت ممثلاً لطاقة إنتاجية وليس بغرض إعادة البيع، في حـين أن هناك اختلافات في عدة نقاط تتمثل في كونها أصول ملموسة أو غير ملموسة، وكذلك في كونها مستغلة فعلاً أم ما زالـت تعد للاستغلال، أما عن وجهة نظرنا فيما يتعلـق بالـشروط الواجب توافرها في الأصل الفرعي، لكي يـصبح صـالحا للانضمام لمجموعة الأصول الثابتة فهي:

١- أن يكون الغرض الأساسي من اقتناء الأصـل هـو كونه طاقة إنتاجية وليس بغرض إعـادة البيـع أو التحويل.

٢- أن يكون الأصل ملموسا.

٣- أن يكون الأصل جاهزا للاستخدام الفعلي بـصرف النظر عن كونه في حالة استخدام أم لا، وقت إعادة التصنيف.

هذا وبعد تطبيق الشروط الثلاثة السابقة وتكوين مجموعة الأصول الثابتة، فيجب أن تظهر بـ.سعر التكلف.ة الأصـ.لية مطروحا منها مجمع الإهلاك، لكي تظهر بقيمتها الـ.صافية، وفي نفس الوقت ضرورة فصل قيمة الأراضي عـ.ن بقيـ.ة عناصر هذه المجموعة نظرا لعدم خضوعها للإهلاك.

وفيما يتعلق بعنصر النفقات الإيرادية المؤجلة والتي تدخل ضمن محتويات الأصول الثابتة حسب المفهوم المحاسـ.بي، فبالرجوع إلى مكوناتها التفصيلية نجد أنها تتكون من ثلاثـ.ة عناصر هي:

مـ.صروفات التأسـ.يس . تجـ.ارب بـ.دء التـ.شغيل . ومصروفات أبحاث.

وفيما يتعلق بمصروفات التأسيس فهي أصل غير منظور أو غير ملموس يظهر في جانب أصول الميزانية العموميـ.ة ويتعين على الإدارة أن تقوم باستهلاكه في أقـ.رب فرصـ.ة ممكنة غالبا ما تكون خمس سنوات من بداية التشغيل.

وعلى هذا الأساس فإن النفقات الإيرادية المؤجلة إذا وجد المحلل المالي أنها تتكون من مصروفات تأسيس فقط، فيجب أن يقوم باستبعادها كلية من جانب الأصول على أن تـ.ستبعد

القيمة المقابلة لها من حقوق الملكية، على أن يتم استبعاد م.ا يخصها من مجمع الإه.لاك وتحويل.ه إل.ى المخص.صات الأخرى، أما إذا كانت النفقات الإيرادية المؤجلة مكونة فقط من عنصري تجارب بدء التشغيل وم.صروفات الأبح.اث، فيجب أن ترحل إلى مجموعة الأصول شبه الثابتة مع إجراء نفس المعالجة المذكورة بالنسبة لمخصص الإهلاك.

. مجموعة الأصول المتداولة: Current assets or working capital:

تعكس هذه المجموعة – وكما سبق أن ذكرنا – ق.رارات الاستثمار قصير الأجل، أو تلك الاستثمارات الموجهة إل.ى النقدية وأصول أخرى يمكن تحويلها داخ.ل إط.ار الن.شاط الطبيعي لنشاط المنشأة في نقدية وبدون خسارة ف.ي قيمته.ا خلال مدة زمنية لا تجاوز السنة، وبهذا ال.شكل ف.إن ه.ذه المجموعة هي التي تكون جاهزة لمواجهة التزامات المن.شأة تجاه الغير والتي تستحق السداد في الحال أو خلال مدة زمنية لا تجاوز السنة أيضا، ومن خلال هذا التحدي.د لمجموع.ة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل فيتبين أنها نوع من الاستخدامات أو الاستثمارات قصيرة الأجل، ف.ي ح.ين أن

النظرة التحليلية المتفحصة، والتي تختلف، كثيرا عـ.ن تلـ.ك النظرة المحاسبية تؤكد على ضـ.رورة النظـ.رة إلـ.ى هـ.ذه المجموعة على أنها تتـ.ضمن نـ.وعين مـ.ن الاسـ.تخدام أو الاستثمار في ذات الوقت، حيث إن هذه المجموعـ.ة وبعـ.د تكوينها تتضمن داخليا جزءا لمواجهة الالتزامـ.ات العاجلـ.ة، وجزءا آخر تحتفظ به المنشأة وبشكل دائم لمواجهة متطلبات تشغيل الأصول الثابتة، وعلى ذلك فإن الجـ.زء الأول يمثـ.ل استثمارا قصير الأجل للأموال، في حين يمثل الجزء الثـ.اني استثمارا طويل الأجل نظرا لارتباطـ.ه بتـ.شغيل الأصـ.ول الثابتة.

إن هذا الجزء الأخير يطلق عليه اصطلاح صـ.افي رأس المال العامل Net working capital والذي يتم التوصـ.ل إلى قيمته باستبعاد مجموعة الخصوم قـ.صير الأجـ.ل مـ.ن المجموع المصنف لرأس المال العامل، الأمر الـ.ذي يحـ.تم ضرورة تنويع مصادر تمويل تلك الاستثمارات حيث تحـ.تم المبادئ التمويلية ضرورة تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل (صافي رأس المال العامل ذو القيمة الموجبـ.ة) مـ.ن خلال مصادر تمويل طويلة الأجل، على أن يتم تمويل الجزء

المؤقت من رأس المال العامل من خلال م.صادر تموي.ل قصيرة الأجل، لكي نضمن عدم ظهور انعكاسات سلبية على النتائج المالية للمنشأة.

وعلى ذلك فإن مجموعة الأصول المتداولة أو رأس المال العامل تتضمن العناصر الفرعية التي يتوافر فيها الـ.شروط التالية:

١- أن يكون قابلاً للتحول إلى الشكل النقدي في م.دة لا تزيد على سنة، وبدون خسارة في قيمته.

٢- أن يكون ضمن الإطار الطبيعي لأعم.ال المن.شأة. (دورة رأس المال العامل الطبيعية).

٣- أن يكون الغرض من اقتنائه إعادة البيع أو التحويل.

٤- ألا يتم تكوينه بموجب القانون.

٥- أن يظهر في صورة ملموسة تمك.ن المن.شأة م.ن استخدامه في مواجهة التزاماتها العاجلة وقت القي.ام بعملية إعادة التصنيف.

وفي سبيل توضيح كيفية التطبيق العملي للشروط السابقة فنعرض للأمثلة الآتية:

تطبيقًا للشرط الأول:

يتم استبعاد الجزء الراكد من المخزون، وكذلك الجزء الرديء من أرصدة العملاء بالإضافة إلى الأرصدة النقدية في البنوك والتي لا تستطيع المنشأة استخدامها، وترحيل كل ذلك إلى مجموعة الأصول شبه الثابتة.

وتطبيقًا للشرط الثاني:

يتم استبعاد قيمة المخلفات الناتجة من العمليات الإنتاجية وغير القابلة لإعادة الاستخدام من قيمة المخزون نظرا لعدم ارتباطها بدورة رأس المال العامل الطبيعية، وكذلك استبعاد ذلك الجزء من رصيد العملاء وغير المرتبط ببيع البضاعة أو الخدمة محل النشاط.

وتطبيقًا للشرط الثالث:

يتم استبعاد مخزون قطع الغيار الزائد عن احتياجات السنة المالية موضع التحليل من المخزون.

إلى الفهرس

وتطبيقًا للشرط الرابع:

يتم استبعاد الاستثمارات في السندات الحكومية، نظرا لأنها تكونت بموجب القانون ولا تعكس قرارات استثمارية لإدارة المنشأة.

وتطبيقًا للشرط الخامس:

والأخير يتم استبعاد عنصر الاعتمادات المستندية لشراء بضائع، نظرا لارتباطها ببضائع تم التعاقد عليها ولم تصل بعد.

مجموعة الأصول شبه الثابتة (الأخرى): Semi fixed assets:

تضم هذه المجموعة، جميع عناصر الأصول، التي لم يتمكن المحلل المالي من ترحيلها لأي من المجموعتين الأساسيتين، نظرا لعدم توافر شروط الأصل الثابت أو المتداول في تلك الأصول.

بالنسبة لجانب الخصوم ورأس المال:

في الواقع أن إعادة تصنيف هذا الجانب من جانبي الميزانية العمومية، لم يحظَ بقدر ذي وزن جوهري من الاختلافات وتعدد وجهات النظر، حيث إن هناك اتفاقًا على أن ما يحويه هذا الجانب لا يخرج عن كونه مملوكًا أو مقترضا، وأن الأموال المقترضة لا تخرج عن كونها قريبة الاستحقاق أو بعيدة الاستحقاق، إلا أن هناك خلافًا حول تحديد تبعية الأسهم الممتازة في حالة اعتماد المنشأة على هذا المصدر، حيث يرى البعض ضمها إلى مجموعة حقوق أو الملكية، ويرى البعض الآخر ضمها إلى مجموعة الخصوم طويلة الأجل، ونحن مع هذا الرأي الأخير، وفيما يلي نعرض سريعا لكل مجموعة من المجموعات الثلاث التي يتضمنها جانب الخصوم ورأس المال في الميزانية العمومية:

مجموعة حقوق الملكية: Net worth:

تعكس هذه المجموعة حقوق الملاك أو المساهمين، والتي يمكن استخراجها حسابيا باستبعاد إجمالي التزامات المنشأة للغير من جملة أصولها، وبهذا الشكل فإن هذه المجموعة تتضمن داخليا ثلاثة عناصر هي:

إلى الفهرس

رأس المال المدفوع + الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة.

إن مجموع العناصر الثلاثة هذه يعنـي إجمـالي حقـوق الملكية، ولكنه ولأغراض التحليل يجب أن نحـرص علـى إظهار هذه المجموعة بقيمتها الصافية وليست الإجمالية حيث إن:

صافي حقوق الملكية = إجمالي حقوق الملكية ± الفـائض أو العجز المرحل . النفقات الإيرادية المؤجلـة فـي حالـة استبعادها.

مجموعة الخصوم طويلة الأجل: Long – Term liabilities:

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنـشأة تجاه الغير والتي تستحق الدفع في المدة الطويلة والتي تزيـد على السنة والتي تتضمن عدة عناصر هي:

١- القروض المصرفية طويلة الأجل.

٢- السندات.

٣- إصدارات الأسهم الممتازة.

٤- أية مخصصات يتم الاحتفاظ بها لفترة تزيـد علـى السنة.

. مجموعة الخصوم قصيرة الأجل (متداولة): Short – term liabilities :–

تتضمن هذه المجموعة جميع عناصر التزامات المنـ.ـشأة تجاه الغير والتي تستحق الدفع خلال العام والتي تنشأ نتيجـ.ـة العمليات الطبيعية للمنشأة، وقد ينشأ هذا الدين مـ.ـن خـ.ـلال الاقتراض قصير الأجل من البنوك، أو نتيجة لـ.ـشراء مـ.ـواد خام ومستلزمات الإنتاج على الحساب من الموردين، أو أيـ.ـة مستحقات أخرى وبعد أن انتهينا من عرض الإطار الفكـ.ـري الذي يحكم المحلل المالي عند إعادة تجهيزه لقائمة المركـ.ـز المالي للمنشأة فلنتجه إلى تطبيق هذه المفاهيم علـ.ـى المثـ.ـال الافتراضي التالي والذي تتيحه لنا الميزانية العمومية لإحدى شركات الصناعات الصغيرة في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٢:

جدول رقم (٥)

الميزانية العمومية للمنشأة ص في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٢

(القيمة بالجنيه)

القيمة	بيان الأصول	القيمة	بيان الخصوم
١٠,٠٠٠	نقدية بالصندوق والبنوك	٩٠,٠٠٠	رأس المال المدفوع
٢٠,٠٠٠	أوراق قبض	١٠,٠٠٠	احتياطيات
٨٠,٠٠٠	حسابات مدينة	١٠,٠٠٠	أرباح مرحلة
١٥,٠٠٠	استثمارات أوراق مالية	٢٠,٠٠٠	مجمع إهلاك أصول ثابتة
٦٠,٠٠٠	مخزون	٤٠,٠٠٠	قروض طويلة الأجل
١٠٠,٠٠٠	أراضي	٦٠,٠٠٠	سندات
٤٠,٠٠٠	مباني	٥٠٠٠	مخصص ديون مشكوك فيها
١٥,٠٠٠	إنفاق استثماري	٤٥,٠٠٠	حسابات دائنة
١٠,٠٠٠	تكوين سلعي	٢٠,٠٠٠	أوراق دفع
٢٠,٠٠٠	آلات ومعدات	١٠٠,٠٠٠	قروض قصيرة الأجل
٢٢,٠٠٠	أثاث	١٠,٠٠٠	خصوم مستحقة
٢٨,٠٠٠	وسائل نقل		
٤٢٠,٠٠٠	إجمالي الأصول	٤٢٠,٠٠٠	إجمالي الأصول

ولنفترض أنه قد أتيحت لك كمحلـ.ل مـ.الي المعلومـ.ات الإضافية التالية عن الشركة موضع التحليل:

- أن هناك مخزوناً راكدا بمخازن الشركة منـ.ذ عـ.ام ١٩٩٠ تقدر قيمته بمبلغ ١٠,٠٠٠ جنيه.

- أن هناك مخزون مخلفات ناتجـة عـن العمليـات الإنتاجية وغير قابل لإعادة الاستخدام في عمليـات التشغيل تقدر قيمته بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه.
- أن ٢٥ % من قيمة استثمارات الشركة في الأوراق المالية قد تكونت بموجب القانون.
- أن هناك رصيدا للشركة بأحد البنوك المتعثرة قـدره ٣٠٠٠ جنيه.

هذا ويمكننا استخدام هذه المعلومات الإضافية المتاحة إلى جانب استخدام الأصول العلمية الحاكمة لعملية إعادة تجهيـز قائمة المركز المالي والتي عرضنا لها تفصيلاً فـي الجـزء السابق مباشرة في إعادة تجهيز هذه القائمة لكي تظهر علـى الوجه الآتي:

جدول رقم (٦)

الميزانية العمومية للمنشأة (ص) في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٢ بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

بيان بالأرصدة الاستثمارات	قيمة جزئي	 كلي
أراضي	١٠٠٠٠٠	
استثمارات ثابتة إجمالية	١١٠٠٠٠	
– مجمع إهلاك	(٢٠٠٠٠)	
صافي استثمارات ثابتة	٩٠٠٠٠	
إجمالي استثمارات في الأصول الثابتة	–	١٩٠٠٠٠
مخزون	٤٥٠٠٠	
صافي حسابات مدينة	٧٥٠٠٠	
أوراق قبض	٢٠٠٠٠	
استثمارات أوراق مالية	١١٢٥٠	
نقدية	٧٠٠٠	
إجمالي استثمارات في رأس المال العامل	–	١٥٨٢٥٠
مشروعات تحت التنفيذ	٢٥٠٠٠	
مخزون راكد	١٠٠٠٠	
مخزون مخلفات	٥٠٠٠	
إستثمارات أ.م	٣٧٥٠	
رصيد نقدية	٣٠٠٠	
إجمالي أصول أخرى	–	٤٦٧٥٠
إجمالي استثمارات	–	٣٩٥٠٠٠

بيان بالأرصدة مصادر التمويل	قيمة جزئي	 كلي
رأس المال المدفوع	٩٠٠٠٠	
إحتياطيات	١٠٠٠٠	
أرباح مرحلة	١٠٠٠٠	
إجمالي التمويل بالملكية	—	١١٠٠٠٠
قروض طويلة الأجل	٤٠٠٠٠	
سندات	٦٠٠٠٠	
إجمالي التمويل الخارجي طويل الأجل	—	١٠٠٠٠٠
حسابات دائنة	٤٥٠٠٠	
أوراق دفع	٣٠٠٠٠	
قروض قصيرة الأجل	١٠٠٠٠٠	
خصوم مستحقة	١٠٠٠٠	
إجمالي التمويل الخارجي قصير الأجل	—	١٨٥٠٠٠
إجمالي مصادر التمويل	–	٣٩٥٠٠٠

إلى الفهرس

هذا وبعد عرضنا للشكل النهائي لقائمة المر.كز الم.الي للمنشأة (ص) بعد تنفيذ الإجراءات المرتبطة بإعادة تجهيزها لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل نوجه انتباه القارئ إلى ما يلي:

١- لقد حرصنا على إظهار الميزانية العمومية بالصورة التي تعكس مفاهيم الفكر المالي والتي تحك.م الق.ائم بإعادة تجهيزها واستخدامها في تنفيذ برنامج التحليل وذلك من خلال إظهارها في صـ.ورة اسـ.تثمارات ومصادر تمويل وليست في صورة أصول وخصوم.

٢- لقد حرصنا على إظهار الميزانية العمومية بالصورة التي تعكس طبيعة نشاطها الصناعي والذي يتمي.ز بإعطاء أهمية أكبر للاستثمارات في الأصول الثابتة مقارنة بالاستثمارات في رأس المال العامل والت.ي تستحوذ على أهمية نسبية أقل وه.و الأم.ر ال.ذي انعكس على ترتيب عرض عناصـ.ر رأس الم.ال العامل والذي بدأ بأقلها سـ.يولة وانته.ى بأكثره.ا سيولة.

٣- تكونت مجموعة الأصول الأخـ.رى مـ.ن عناصـ.ر الأصول التي لم ينطبـ.ق عليهـ.ا شـ.روط أي مـ.ن الاستثمارات الثابتة أو المتداولة ومنها المـ.شروعات تحت التنفيذ التي تمثل إجمالي عنـ.صري التكـ.وين السلعي والإنفاق الاستثماري.

٤- أن الميزانية العمومية للمنـ.شأة (ص) قـ.د ظهـ.رت بصورة متوازنة في جانبيها بعـ.د إعـ.ادة التجهيـ.ز وبقيمة تقل بمقدار العناصر المستبعدة نهائيا وهـ.ي مجمع إهلاك الأصول الثابتة ومخـ.صص الـ.ديون المشكوك في تحصيلها.

(ب) الإطار الفكري لإعادة تجهيز قائمـ.ة الـ.دخل لخدمـ.ة أغراض التحليل:

وبعد أن انتهينا من عرض الأصول العلمية التـ.ي تحكـ.م المحلل المالي عند إعادة تصنيفه لقائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل، فنعرض فيما يلي للأصول العلمية التي تحكم المحلل المالي عند إعادة تصنيفه لقائمة الدخل Statement income وذلك بهدف إظهار وتحديد رقم الربح الذي سوف

يستخدمه عند تنفيذ برنامجه التحليلي، وخاصـ.ـة مـ.ـا يتعلـ.ـق بتحليل الربحية.

أن حتمية القيام بهذا الإجراء تأتي من تعدد أرقام الـ.ـربح الأمر الذي يبرر ضـ.ـرورة تحديـ.ـد ذلـ.ـك الـ.ـرقم الواجـ.ـب استخدامه، هذا بالإضافة إلى أهمية استخدام رقم الربح الذي يعكس كفاءة الأداء الاقتصادي لإدارة المنشأة موضع التحليل. مع استبعاد أية أرباح تحققت بفعل عوامل أخرى.

والواقع أن قائمة الدخل والتي ننصح المتصدي للتحليـ.ـل المالي بإعدادها واستخدامها إلى جانب قائمة المركز المـ.ـالي بعد إعادة تجهيزها سوف يتم تجميعها من كافـ.ـة الحـ.ـسابات الختامية للمنشأة والتي تعد محاسبيا إلـ.ـى جانـ.ـب الميزانيـ.ـة العمومية والتي تبدأ بقيمة الإيرادات (قيمة المبيعات) وتنتهي بصافي الخسارة أو صافي الأرباح القابلة للتوزيع.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية وضرورة إعداد قائمـ.ـة الدخل بعد إعادة تجهيزها وعرضها في صورتين مختلفتـ.ـين تخدم كل منهما مجالاً محددا من مجالات التحليـ.ـل الفرعيـ.ـة المكونة للبرنامج المتكامل لتحليل المركـ.ـز المـ.ـالي للمنـ.ـشأة نعرض فيما يلي منهما على حدة.

جدول رقم (٧)

١ . الصورة الأولى لقائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها

كلي	جزئي	بيان
* * *	* * *	قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)
	(* *)	. تكلفة المبيعات
	* * *	مجمل الربح
	(* *)	. مصروفات بيعية وإدارية
	* * *	مجمل ربح التشغيل
	(* *)	. مخصص الإهلاك
* * *	* * *	صافي ربح التشغيل (صافي ربح قبل الفوائد والضرائب)
	(* *)	. الفوائد والمصروفات التمويلية
	* * *	صافي الربح قبل الضرائب.
	(* *)	. الضرائب
	* * *	صافي الربح بعد الضرائب
	(* *)	. توزيعات أرباح الأسهم الممتازة
* * *		صافي الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع

٢ . الصورة الثانية لقائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها:

تختلف هذه الصورة عن الصورة الأولى لقائمة الدخل في أنها تعتمد على ضرورة تقسيم عناصر تكاليف التشغيل إلـ ـى ثابتة ومتغيرة، حيث تتصف الأولى بالثبـ ـات داخـ ـل حـ ـدود معينة من معدلات الإنتاج حيث ينخفض نصيب الوحدة مـ ـن

المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتـاج ومـن أمثلتهـا مرتبات الجهاز الإداري . الإهلاك . التأمين . مصروفات الإعلان . أجور عمال الخدمات . مـصروفات الـصيانة الدورية . أجور عمال البيع... إلـخ. فـي حـين تتـصف التكاليف المتغيرة بالنسبة للوحدة الواحدة فقط فـي حـين أن إجمالي قيمتها يتجه نحو التزايد مع تزايـد حجـم الإنتـاج، وبنفس النسبة ومن أمثلتها تكلفة العمالة المباشـرة (عمالـة الإنتاج) . المواد الخام ومستلزمات الإنتاج . مـصروفات الصيانة التشغيلية . الطاقة المحركـة . تكـاليف التعبئـة والتغليف وعمولات البيع... إلخ.

وليس هناك ما يمنع من مواجهة المحلل لبعض عناصـر التكاليف والتي يصعب تصنيفها فيمـا إذا كانـت ثابتـة أو متغيرة، والتي غالبا ما يتم تصنيفها على أنها شبه متغيـرة، ولكننا وفي التحليل النهائي نرى أن هناك ضـرورة حتميـة لترحيل هذه العناصر إلى أي من المجموعتين الأساسيتين.

هذا ويمكننا عرض الصورة التي تظهر عليها قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها باستخدام المنطق المذكور علـى الوجـه التالي:

جدول رقم (٨)

بيان	جزئي	كلي
قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)	* * *	* *
. تكلفة التشغيل (المبيعات) المتغيرة	(* *)	
. تكلفة التشغيل (المبيعات) الثابتة	(* *)	
صافي ربح التشغيل (صافي ربح قبل الفوائد والضرائب)	* * *	* *
. الفوائد والمصروفات التمويلية.	(* *)	
	(* *)	
صافي الربح قبل الضرائب	* *	
. الضرائب	(* *)	
صافي الربح بعد الضرائب		
. توزيعات أرباح الأسهم الممتازة		
صافي الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع		* *

والآن وفي اتجاه التأكيد على اكتساب القارئ لمهارة إعداد وتجهيز قائمة الدخل بصورتيها السابق ذكرهما مـ.ن خـ.لال مجموعة من البيانات المتاحة عن إحدى شركات الـ.صناعات الصغيرة في نهاية عام ١٩٩٣ والتي تتمثل فيما يلي:

قيمة المبيعات السنوية مليون جنيـ.ـه، مخـ.ـصص إهـ.ـلاك أصول ثابتة ثمانون ألف جنيه، مصروفات صيانة دورية اثنا عشر ألف جنيه، مصروفات إدارية أربعون ألف جنيه. فوائد ومصروفات تمويل خمسون ألف جنيـ.ـه، أجـ.ـور ومرتبـ.ـات

رجال بيع خمسة وعشرون ألف جنيه، أجور عمـال إنتـاج مائة ألف جنيه، معدل الضريبة ٢٠ %، توزيعـات أربـاح للأسهم الممتازة ستة وخمسون ألف جنيه، مصروفات صيانة تشغيلية خمسة عشر ألف جنيه، تكلفة طاقة محركة مائة ألف جنيه، مواد تعبئة وتغليف ثمانية عشر ألف جنيه، مصروفات حملة سنوية للدعاية والإعلان خمسون ألف جنيـه، أجـور عمال خدمات سبعون ألف جنيه، مواد خام ومستلزمات إنتاج مائة وعشرون ألف جنيه.

وللمساعدة على إعداد قائمة الدخل بـصورتيها نعـرض للجدول التالي:

إلى الفهرس

جدول رقم (٩)

عناصـ..ـر تكلفـ..ـة المبيعات اللازمـ.ـة لإعـ.ـداد الـ.ـصورة الأولى	تقـ..ـسيم عناصـ..ـر التكـ.ـاليف اللازمـ.ـة لإعـ..ـداد الـ..ـصورة الثانية	أوجه الاستخدام / البيانات المحاسبية
√	ت م	* أجور عمال إنتاج.
√	ت ث	* أجور عمال خدمات
√	ت م	* مواد خام ومستلزمات إنتاج
√	ت ث	* مصروفات صيانة دورية
√	ت م	* مصروفات صيانة تشغيلية
√	ت م	* طاقة محركة
√		
√		
	ت ث	* مخصصات إهلاك
	ت ث	* مصروفات إدارية
	ت م	* مواد تعبئة وتغليف
	ت ث	* أجور ومرتبات رجال البيع.
	ت م	* عمولات رجال بيع
	ت ث	* مصروفات حملة دعاية وإعلان.
	ت م	* مصروفات حملة دعايـ.ـة وإعـ.ـلان تذكيري

وهنا يمكن الاسترشاد بالتوضيح السابق في إعداد قائمـ.ـة الدخل بالصورة الأولى لكي تظهر على الوجه التالي:

إلى الفهرس

جدول رقم (١٠)

(القيمة بالجنيه)

بيان	جزئي	كلي
قيمة المبيعات (جملة الإيرادات) . تكلفة المبيعات	١,٠٠٠,٠٠٠ (٤١٧,٠٠٠)	١,٠٠٠,٠٠٠
مجمل الربح . مصروفات بيعية وإدارية	٥٨٣,٠٠٠ (١٣٣,٠٠٠)	
مجمل ربح التشغيل . مخصص الإهلاك	٤٥٠,٠٠٠ (٨٠,٠٠٠)	
صافي ربح التشغيل . الفوائد والمصروفات التمويلية	٣٧٠,٠٠٠ (٥٠,٠٠٠)	٣٧٠,٠٠٠
صافي الربح قبل الضرائب . الضرائب ٢٠ %	٣٢٠,٠٠٠ (٦٤,٠٠٠)	
صافي الربح بعد الضرائب . توزيعات أرباح الأسهم الممتازة	٢٥٦,٠٠٠ (٥٦,٠٠٠)	
صافي الأرباح القابلة للتوزيع	٢٠٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠

وأيضا يمكننا إعداد قائمة الدخل بالصورة الثانيـة علـى الوجه التالي:

جدول رقم (١١)

(القيمة بالجنيه)

بيان	جزئي	كلي
قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)	١,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠
. تكلفة التشغيل (المبيعات) المتغيرة	(٣٥٣,٠٠٠)	
. تكاليف التشغيل (المبيعات) الثابتة	(٣٧٧,٠٠٠)	
صافي أرباح التشغيل	٣٧٠,٠٠٠	٣٧٠,٠٠٠
. الفوائد والمصروفات التمويلية	(٥٠,٠٠٠)	
صافي أرباح قبل الضرائب	٣٢٠,٠٠٠	
. الضرائب ٢٠ %	(٦٤,٠٠٠)	
صافي أرباح بعد الضرائب	٢٥٦,٠٠٠	
. توزيعات أرباح الأسهم الممتازة	(٥٦,٠٠٠)	
صافي أرباح (خسائر) قابلة للتوزيع		٢٠٠,٠٠٠

ويهمنا التأكيد على أن قائمة الدخل المجهزة بصورتيها قد أظهرت قيما متساوية لكل من صافي أرباح التشغيل وصافي الأرباح القابلة للتوزيع بالنسبة للمنشأة موضع التحليل.

وإلى هذا الحد من العرض والذي تناولنـ.ـا فيـ.ـه تفـ.ـصيل لمفهومنا لنشاط التحليل المالي المعاصر وأدواتـ.ـه وأسـ.ـاليبه بالإضافة إلى العرض المفصل للإجـ.ـراء الخـ.ـاص بإعـ.ـادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية لخدمة أغراض ومتطلبـ.ـات التحليل والمتمثل في أهمية تطبيق البرنامج المتكامل لتحليـ.ـل

إلى الفهرس

القرارات والنتائج المالية، والذي نرى الآن أهميـة عـرض محتوياته التفصيلية كما يلي:

١- الحصول على البيانات الماليـة والمحاسـبية مـن المنشأة موضع التحليل والتقييم لتغطي سلسلة زمنية تكفي لمتابعة الموقف المالي للمنشأة وتطوره.

٢- إعادة تجهيز القوائم الماليـة والمحاسـبية لخدمـة أغراض ومتطلبات التحليل المتكامل للمركز المالي للمنشأة.

٣- قياس وتشخيص الحالة الماليـة للمنـشأة موضـع التحليل وذلك باستخدام المؤشر المقترح.

٤- تطبيق برنامج تحليل قرارات التمويل. (وذلك مـن خلال الفصل السابع).

٥- تطبيق برنامج تحليل قرارات الاستثمار (وذلك مـن خلال الفصل الثامن).

٦- تطبيق برنامجي تحليل النتـائج الماليـة (الـسيولة، الربحية) (وذلـك مـن خـلال الفـصلين التاسـع والعاشر).

وباستعراض المحتويات التفصيلية المذكورة نجد أننا وفي هذا الفصل قد انتهينا من عرض المرحلتين الأولى والثانيـة. وسوف ننهي هذا الفصل بعرض مفصل للمرحلة الثالثة. وفي الوقت الذي سنخصص فيه الفصول الأربعـة التاليـة لهـذا الفصل للمرحلتين الرابعة والأخيرة.

قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة:

من الأمور المتوقعة أن يثير اصـطلاح الحالـة الماليـة للمنشأة تساؤلاً لدى القارئ حول المقصود بالحالـة الماليـة للمنشأة، حيث استخدم أستاذنا الدكتور شـوقي حـسين هـذا الاصطلاح ليعبر باستخدامه عن مدى قدرة المنـشأة علـى مواجهة التزاماتها المالية قصيرة الأجل من خلال استثماراتها العاملة.

والواقع أن المعنى المذكور للحالة المالية يعكس موقـف السيولة قصيرة الأجل في المنشأة موضع التحليل والتي يـتم وصفها بحالة التيسر/ أو العسر المالي الفني حيث تعني حالة العسر المالي الفني Technical insolveney عـدم قـدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجـل والتـي تنشأ من الانخفاض الجوهري في رصيدها النقدي المتاح.

أما اصطلاح الحالة المالية والذي نستخدمه هنا فالمقصود به حالة اليسر/ أو العسر المالي الحقيقي أو القانوني Legal insolvency حيث تعني حالة العسر المالي الحقيقية لمنشأة ما عدم قدرتها على مواجهة وسداد التزاماتها المستحقة للغير بكامل قيمتها من خلال القيمة الحقيقية لجملة أصولها المتاحة وهو الأمر الذي يصل بالمنشأة وفي أغلـب الحـالات إلـى الإفلاس أو الفـشل المـالي Financial failure والتـي لا تحدث بشكل مفاجئ ولكنها تمثل المحصلة النهائية لمجموعة من التراكمات والمضاعفات التي تبدأ مـن موقـف معـين وبدرجة معينة من درجات نقص السيولة.

ومما سبق يمكننا التأكيد على أن حالة العسر المالي الفني تمثل المقدمة الحقيقية لحالة العسر المالي الحقيقـي (الفـشل المالي).

وفي اتجاه التفرقة بين الحالتين الفنية والحقيقية لليـسر أو العسر المالي يمكننا أن نصادف العديد من رجـال الأعمـال الذين يتصفون بحالات اليسر الواضحة والمتمثلة في البـذخ الاستهلاكي وتعدد الممتلكات والمشروعات الأمر الذي يؤكد أنهم يتمتعون بحالة من اليسر المالي الفني ولكنك يمكـن أن

تواجه بحالتهم المالية المتعثرة حقيقة والمتمثلة في أن القيمة النقدية لجملة ممتلكاتهم لا تغطي إلا جزءا قليلاً من قيمة التزاماتهم تجاه الدولة والبنوك والدائنين.

والآن وبعد هذا التوضيح أصبح المجال مهيئًا لتحديد الأسلوب الكمي المتبع لقياس حالتي اليسر/ العسر المالي بشقيه الفني والحقيقي وذلك على الوجه التالي:

(أ) الأسلوب الكمي لقياس حالة اليسر المالي الفني:

لقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة ستكون في حالة يسر مالي فني Technical solvency إذا كانت أصولها المتداولة أو قيمة استثماراتها الموجهة لرأس المال العامل Working capital investement كافية لمواجهة وسداد التزاماتها الجارية (خصومها المتداولة) بكامل قيمتها بالإضافة إلى قدرتها على توفير القيمة المناسبة لتشغيل استثماراتها الثابتة والمتمثلة في تلك القيمة الدائمة من الاستثمار في رأس المال العامل.

ومن هذا التوضيح يمكننا التأكيد على أن حالة اليسر المالي الفني سترتبط بضرورة زيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل عن قيمة الالتزامات الجارية للمنشأة وهنا يمكننا

عرض الاصطلاح الخاص بصافي رأس المال العامل Net W. C والذي يتم التوصل إليه كما يلي: .

صافي رأس المال العامل = قيمة الاسـ.ـتثمار فـ.ـي رأس المال العامل . قيمة الالتزامات الجارية.

ويصبح واضحا الآن وبصفة مبدئية أن حالة اليسر المالي الفني لأي منشأة سترتبط بظهور قيمة موجبة لـ.ـصافي رأس المال العامل، وأن ظهوره بقيمة سـ.ـالبة أو بقيمـ.ـة صـ.ـفرية سيعني ارتباط المنشأة بحالة العسر المالي الفني.

وفي هذا المجال نؤكد على أن الحالة المالية الفنيـ.ـة لأي منشأة سواء أكانت حالة من اليسر المالي الفني أم حالة مـ.ـن العسر المالي الفني هي المحصلة النهائية لمدى سلامة قراري التمويل والاستثمار قصيري الأجل وذلك لأن طرفي قياسـ.ـها يعكسان وبصورة واضحة هذين القرارين.

واستكمالاً لما سبق التأكيد عليه من ارتباط حالـ.ـة اليـ.ـسر المالي الفني بتواجد القيمة الموجبة لصافي رأس المال العامل ننبه القارئ إلى أنها ليست أي قيمة موجبة ولكن هناك قيمـ.ـة موجبة محددة تختلف من منشأة إلى أخـ.ـرى وفـ.ـي المنـ.ـشأة الواحدة من وقت لآخـ.ـر ونطلـ.ـق عليهـ.ـا القيمـ.ـة الموجبـ.ـة

المعيارية، وهو الأمر الذي سنحسمه فـي الفـصل الثـامن والفصل التاسع من هذا الكتاب.

وعودة إلى المثال الافتراضي الذي سبق أن عرضنا لـه في بداية هذا الفصل وبفحص الميزانية العموميـة للمنـشأة (ص) في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٢ بعد إعـادة تجهيزهـا لخدمـة أغراض التحليل يمكننا وبسهولة شديدة وصف هذه المنـشأة بأنها تعاني من حالة عسر مالي فني حيـث يظهـر صـافي رأسمالها العامل بقيمة سالبة (١٥٨٢٥٠ . ١٨٥٠٠٠).

(ب) الأسلوب الكمي لقياس حالة اليسر المالي الحقيقي:

لقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة موضع التحليل سـتكون في حالة يسر مالي حقيقي. إذا ما كانت في موقف يمكّنُها من مواجهة وسداد كافة التزاماتها المالية المستحقة بكافة نوعياتها وآجال استحقاقاتها (بما فيها حقوق الملكية) من خلال القيمـة السوقية لأصولها الإجمالية بالإضافة إلى بقاء تراكمات نقدية لملاكها بعد تغطية القيمة الدفترية لحقوق ملكيتهم بالمنشأة.

هذا ويمكننا صياغة حالة اليسر المالي الحقيقي للمنـشأة بمفهوم أكثر تبسيطًا ووضوحا والمتمثل في زيـادة القيمـة السوقية لأصولها عن القيمة الدفترية لخصومها.

إلى الفهرس

والواقع أننا قد قمنا بتصميم المؤشر المقترح لقياس الحالة المالية لأي منشأة بشكل مبسط ويسهل استخدامه في مج.ال التشخيص السريع للحالة المالية، حيث يتم تطبيق واس.تخدام هذا المؤشر بعد الانتهاء مباشرة من إعادة تجهيزنا لق.ائمتي المركز المالي والدخل وهما المصدر الأساسي لاستخدام هذا المؤشر والذي يمكن تقديمه الوجه التالي:

$$ح_{م} = \frac{ق_{س}}{ق_{ر}} \times ١٠٠$$

حيث إن:

ح م: تعني الحالة المالية للمنشأة موضوع التحليل.

، **ق س:** تعني قيمة المنشأة موضع التحليل في ال.سوق. (القوة الإيرادية لأصول المنشأة).

، **ق ر:** تعني القيمة الدفترية لأص.ول المن.شأة موض.ع التحليل (بعد إعادة التجهيز).

ونؤكد هنا على أن الحالة المالية لأي منشأة (ح م) يج.ب ألا تنخفض عن ١٠٠ % حيث تنحصر قيمتها المحسوبة في دائرة حدها الأقصى ثلاثة احتمالات هي:

الأول: أن تكون ح م أقل من ١٠٠ % وهو الأمر الذي يعني أن قيمة المنشأة السوقية أقل مـ.ـن القيمـ.ـة الدفتريـ.ـة لأصولها وبالتالي وقوعها داخل دائرة الفشل المـ.ـالي الكامل.

الثاني: أن تكون ح م أكبر من ١٠٠ % وهو الأمـ.ـر الـ.ـذي يعني أن قيمة المنشأة السوقية أعلـ.ـى مـ.ـن القيمـ.ـة الدفترية لأصولها، وبالتالي إمكانية وصـ.ـفها بحالـ.ـة اليسر المالي الفعلي أو الحقيقي.

الثالث: أن تكون $ح_م$ مساوية لـ. ١٠٠ % وهو الأمر الـ.ـذي يعني أن قيمة المنشأة السوقية مساوية للقيمة الدفترية لأصولها، وهو الأمر الذي يمثـ.ـل الحـ.ـد الأقـ.ـصى المسموح به لتدهور الموقف المالي للمنـ.ـشأة وأنـ.ـه يتوقع تعرضها لحالة الفشل المالي مستقبلاً.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية التوصل إلى الحالـ.ـة الماليـ.ـة والذي نعرضه على الوجه التالي:

$$ح_م = \frac{\frac{ص \times (١ . ض)}{ع} + \frac{ف \times ض}{ل}}{ق_ر}$$

حيث إن:

ص: تعني صافي ربح التـ.شغيل (الـ.ربح قبـ.ل الفوائـ.د والضرائب).

، **ض:** تعني معدل الضريبة.

، **ع:** تعني معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة.

، **ف:** تعني قيمة الفوائد على القروض والسندات طويلـ.ة الأجل.

، **ل:** تعني معدل الفائدة على القروض والسندات طويلـ.ة الأجل.

، **ق** ر: تعني القيمة الدفترية لأصـ.ول المنـ.شأة موضـ.ع التحليل.

هذا وبعد عرضنا المفصل لمفهوم الحالة المالية للمنـ.شأة وللنموذج المقترح لقياسها، فلقد رأينا أهميـ.ة التأكيـ.د علـ.ى الحقائق التالية والتي ترتبط وبشكل مباشر ببـ.سط المؤشـ.ر المقترح والذي يعكس القيمة السوقية لأصول المنشأة:

١ . أن ع % والذي يمثل معدل العائـ.د المطلـ.وب علـ.ى الأموال المملوكة – وكما سبق أن حددنا فـ.ي الفـ.صل الثالث من هذا الكتاب – فيعكس تكلفة الأموال المملوكة

المتمثل في تكلفة الفرصة البديلـ.ـة والـ.ـذي يـ.ـستخدمه المساهمون في مجال تقييم مدى فعالية إدارة المنشأة في إدارة أموالهم إلى جانب أموال الغير وتوليد معدل عائد على الأموال المملوكة يتوافق وعلى الأقل مع المعـ.ـدل المحقق من الفرص البديلة والمماثلة من حيـ.ـث درجـ.ـة المخاطرة.

وهنا يمكننا التأكيد على أن المعدل المـ.ـذكور . معـ.ـدل العائد المطلوب . سوف يستخدمه المساهمون كمعدل خصم يحدد وبشكل قاطع إلى جانب التوزيعات المتوقعـ.ـة للأسـ.ـهم العادية القيمة السوقية للأسهم التي يحملونها، ولتوضيح هـ.ـذه الحقيقة نفترض أن المساهمون يرغبون في تحقيق معدل عائد على استثماراتهم الموجهة للتمويل بالملكية لا يقل عن ٣٠ % ويتوقعون توزيعات ربحية للأسهم قدرها ٥٠ جنيها للسهم.

في هذه الحالة يمكنهم تحديد القيمة السوقية للسهم بمبلـ.ـغ ١٦٦,٧ جنيه (بافتراض نظري أن الاستثمار في السهم لسنة واحدة فقط).

والسؤال الآن ينحصر في كيفية التوصل للقيمة المذكورة؟ والإجابة قد تم التوصل إليها بقسمة الأرباح المتوقع توزيعها على معدل العائد المطلوب.

(. $\frac{٥٠}{٠,٣٠}$ = ١٦٦,٧ جنيه للسهم)

ومن المنطقي أن أي تغير يحدث في قيم أي من طرفـي الحساب سوف يؤثر وبالضرورة على القيمة السوقية للسهم، حيث يمكننا حصر التغيرات المحتملة في الحالات التالية:

١/ ١: أن زيادة قيمة الأرباح المتوقع توزيعها مع ثبـات معدل العائد المطلوب سوف يزِيد من القيمة السوقية للسهم

($\frac{٦٠}{٠,٣٠}$ = ٢٠٠ جنيه)

١/ ٢: أن انخفاض قيمة الأرباح المتوقع توزيعهـا مـع ثبات معدل العائد المطلوب سوف يخفض من القيمة السوقية للسهم

($\frac{٤٠}{٠,٣٠}$. = ١٢٣,٣ للسهم)

١/ ٣: أن زيادة معدل العائد المطلوب مع ثبـ.ـات قيمـ.ـة الأرباح المتوقع توزيعها سوف يخفض من القيمـ.ـة الـ.ـسوقية للسهم

(٥٠ / ٠,٤٠ = ١٢٥ جنيها)

١/ ٤: أن انخفاض معدل العائد المطلوب مع ثبات قيمـ.ـة الأرباح المتوقع توزيعها سوف يرفع من القيمة السوقية للسهم

(٥٠ / ٠,٢٠ = ٢٥٠ جنيها)

... وهكذا.

والآن يمكننا طرح التفسير المبسط للعلاقة الرياضية

ص × (١ . ض) / ع

والمتمثل في كونها ممثلة للقيمة النقديـ.ـة لـ.ـصافي ربـ.ـح التشغيل والمتبقية بعد الضرائب مخـ.ـصومة بمعـ.ـدل العائـ.ـد المطلوب على الأموال المملوكة وذلك تحت إطـ.ـار اسـ.ـتبعاد تأثيرات كل من فوائد التمويل وتوزيعـ.ـات أربـ.ـاح الأسـ.ـهم الممتازة.

٢- من محتويات النقطة السابقة يتأكد اتجاهنا لتبني المدخل النقدي في قياس قيمة المنـشأة (القيمـة السوقية للمنشأة) حيث تعتمد قيمة المنشأة علـى التدفقات النقدية الداخلة وعلى المعدل الذي يـتم به خصم هذه التدفقات.

٣- انطلاقاً من استخدامنا للمدخل النقدي في قيـاس قيمة المنشأة نجد أن استخدامها للقـروض فـي تمويل استثماراتها إلى جانب التمويل بالملكيـة يحدث وفورات ضريبية تـنعكس فـي زيـادة التدفقات النقدية الداخلة وهو الأمر الذي يفـسر الجزء الثاني من معادلة قياس قيمة المنشأة وهو

$$\left(\frac{ف \times ض}{ل} \right)$$

والذي يمثل قيمة التدفقات النقدية المتمثلة في قيمة الـوفر الضريبي مخصوما بمعدل الفائدة على القروض والـسندات طويلة الأجل.

٤- مما سبق يتأكد أن قيمة المنشأة والتي تمثل بسط المؤشر المقترح تعكس القيمة الحالية للتـدفقات

النقدية المتولدة مـ ـن صـ ـافي ربـ ـح العمليـ ـات بالإضافة إلى القيمة الحالية للتـ ـدفقات النقديـ ـة المتولدة من الوفورات الضريبية وذلك باستخدام معدلي خصم مختلفين.

٥- يلاحظ أن حساباتنا السابقة قد انحـ ـصرت فـ ـي القروض والسندات طويلة الأجل مع اسـ ـتبعاد أثر القروض قـ ـصيرة الأجـ ـل وذلـ ـك بهـ ـدف التوصل إلى قيمة المنشأة في الأجل الطويل.

٦- من المنطقي أن تكون هناك علاقة جوهرية بين القرار التمويلي المرتبط بدرجة الاعتماد علـ ـى التمويل بالقروض والسندات طويلة الأجل وبين معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكـ ـة، حيث تتمثل العلاقة المـ ـذكرة فـ ـي أن زيـ ـادة الاعتماد على التمويـ ـل بـ ـالقروض والـ ـسندات طويلة الأجل سيزيد من درجة المخاطرة المالية للمنشأة الأمر الذي سيدفع المساهمين إلى رفـ ـع معدل العائد المطلوب بمقدار بـ ـدل المخـ ـاطرة الذي يتناسب مع المخاطرة المالية الإضافية.

٧- من الأمور البديهية أن تتحصر قيمـ.ـة المنـ.ـشأة غير المقترضة في القيمة النقدية لصافي ربـ.ـح التشغيل والمتبقية بعـ.ـد الـ.ـضرائب مخـ.ـصومة بمعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكـ.ـة والذي سيتجه نحو الانخفاض بالضرورة.

ولتأكيد المفاهيم السابقة فلنحاول قياس الحالة المالية لمنشأة ما في ظل الفروض التالية:

. صافي أرباح التشغيل ٣ ملايين جنيه، قيمـ.ـة الفوائـ.ـد المرتبطة بالقروض والسندات طويلة الأجل ٨٠٠,٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٠ %، معدل العائد المطلوب علـ.ـى الأمـ.ـوال المملوكة ٢٥ %، معدل الضريبة ٢٠ %.

ومن هذه البيانات يمكننا حساب القيمة السوقية لأصـ.ـول هذه المنشأة كما يلي:

$$ق_{س} = \frac{٣,٠٠٠,٠٠٠ \times ٠,٨٠}{٠,٢٥} + \frac{٨٠٠,٠٠٠ \times ٠,٢٠}{٠,١٠}$$

= ٩,٦٠٠,٠٠٠ + ١,٦٠٠,٠٠٠ = ١١,٢٠٠,٠٠٠ جنيه.

ولقياس الحالة المالية لهذه المنشأة ينقـصنا الآن تحديـد القيمة الدفترية لأصولها والتي يمكن أن تكون:

*** عشرة ملايين جنيه.**

وفي هذه الحالة فإن:

$$ح_م = \frac{١١,٢٠٠,٠٠٠}{١٠,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ١١٢ \%$$

وهنا يمكن وصف الحالة المالية للمنشأة بأنها جيدة وأنهـا تتصف بحالة يسر مالي حقيقي.

*** أما إذا كانت القيمة الدفترية لأصولها ١٢ مليون جنيه ففي هذه الحالة فإن:**

$$ح_م = \frac{١١,٢٠٠,٠٠٠}{١٢,٠٠٠,٠٠٠} \times ١٠٠ = ٩٣,٣ \%$$

وهنا يمكن وصف الحالة المالية للمنشأة بأنها متدنية وأنها تتصف بحالة عسر مالي حقيقي وأنها داخل دائـرة الفـشل المالي.

والآن دعنا نغير من بعض افتراضاتنا السابقة من حيـث عدم اعتمادها على التمويل بالـديون وأن القيمـة الدفتريـة

لأصولها ٨ ملايين جنيه الأمر الذي يغيـ.ـر مـ.ـن حـ.ـساباتنا السابقة وخاصة ما يتعلق منها بمعدل العائد المطلوب، والذي سينخفض إلى ٢٠ % فقط بدلاً من ٢٥ % وعلى ذلك فـ.ـإن، القيمة السوقية للأصول ($ق_{س}$)

$$(ق_{س}) = \frac{٢,٠٠٠,٠٠٠ \times ٠,٨٠}{٠,٢٠} + صفر = ١٢,٠٠٠,٠٠٠$$

جنيه

وعلى ذلك فإن:

$$ح_{م} = \frac{١٢ \text{ مليون جنيه}}{٨ \text{ ملايين جنيه}} \times ١٠٠ = ١٥٠ \%$$

وتعني هذه النتيجة وبالضرورة أن المنشأة تتصف بحالـ.ـة يسر مالي حقيقي.

الفصل السابع

البرنامج المقترح لتحليل قرارات التمويل

مقدمة الفصل الأول

هذا الفصل يعرض للإطار العـام والتفـصيلي لبرنـامج تحليل القرارات المالية المرتبطة بالتمويـل والـذي يهـدف وبشكل مباشر إلى التأكد من مدى سلامة هـذا النـوع مـن القرارات المالية وتأثير ذلك على القرارات المالية الأخـرى وأيضا على النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل وذلك مـن خلال الاعتماد على ما سبق أن أوضحناه في الفصلين الثاني والثالث من هذا الكتاب من حيث الأصول الحاكمة لـصناعة قرارات التمويل ومفهوم تكلفة التمويل ونماذج قياسها كميا.

أن محتوى ومضمون هذا الفصل ينحـصر فـي تنميـة قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- التفرقة القاطعة بين اصـطلاحي هيكـل التمويـل والهيكل المالي.

٢- الإلمام الكافي بالإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية المقترح في تحليل الهيكل التمويلي للمنشأة وذلك من خلال ما يلي:

٢/ ١: استيعاب مفهوم مخاطرة الأعمال واكتساب مهارة قياسها.

٢/ ٢: استيعاب مفهوم المخاطرة المالية واكتساب مهارة قياسها.

٢/ ٣: استيعاب مفهوم المخاطرة الكلية واكتساب مهـارة قياسها.

٢/ ٤: اكتساب مهارة تطبيق المدخل المقترح في مجـال التحليل وفي مجال صناعة القرار التمويلي.

٣- السيطرة على برنامج تحليل الهيكل المالي للمنـشأة واكتساب مهارة تطبيقه عمليا من منظـور الفكـر المالي.

برنامج تحليل الهيكل التمويلي

(مدخل المخاطرة الكلية)

لقد سبق أن أوضحنا في الفصل الثاني من هذا الكتاب أن هيكل التمويـ.ل Financing structure يـ.رتبط بالجانـ.ب الأيسر من الميزانية العمومية لأي منشأة، حيث يعني وصفاً تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة لجملتها وفي مفهوم أكثر تحديدا لهيكل التمويل نجد أنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبـ.را عنها في صورة نسب مئوية لمـ.صادر التمويـ.ل التـ.ي تـ.م الحصول عليها لتمويل . استثمارات المنشأة المختلفة والتي تتمثل في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمنشأة.

ونعتقد أنه يمكننا الآن . وفي مجـ.ال وصـ.ف الهيكـ.ل التمويلي لأي منشأة . الاتفاق علـ.ى اسـ.تخدام اصـ.طلاح الرافعة المالية Financial leverage في مجـ.ال الوصـ.ف المعبر والمختصر عن الهيكل التمويلي لأي منـ.شأة وذلـ.ك بمعلومية القيمة الإجمالية لاستثماراتها، فـ.إذا كانـ.ت قيمـ.ة الاستثمارات الإجمالية لمنشأة ما ١٠٠ مليون جنيـ.ه مـ.ثلاً،

إلى الفهرس

وتستخدم رافعة مالية ٤٠ % الأمر الـ ذي يعنـ ي أن قيمـ ـة الأموال المملوكة ٦٠ مليون جنيه وقيمة الأموال المقترضـ ـة والمرتبطة بالتزامات ثابتة محددة مـ سبقًا تبلـ ـغ ٤٠ مليـ ـون جنيه.

ولقد سبق أن أوضحنا أيضا وعند تناولنا للفصل الثـ ـاني من الكتاب كيفية الاستخدام السليم للرافعة المالية في اتجـ ـاه تعظيم قيمة المنشأة وذلك داخـ ـل إطـ ـار الأصـ ـول العلميـ ـة الحاكمة لصناعة قرار التمويل حيث انتهينا إلى أن اسـ ـتخدام المنشأة للرافعة المالية يصبح مجديا إذا زاد عائـ ـد الأصـ ـول عن تكلفة القروض، الأمر الذي يعنـ ـي أن الرافعـ ـة الماليـ ـة ستكون غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة والعادية حيث ينخفض عائد الأصول عن تكلفة القروض وإنها ستكون مرغوبة في الحالات الاقتصادية الجيدة والممتازة حيث يزيد عائد الأصول عـ ـن تكلفـ ـة القـ ـروض، وحيـ ـث إن الحالـ ـة الاقتصادية المتوقعة تعكس أثرها المباشر على مستوى وقيمة المبيعات المتوقعة (جملة الإيرادات المتوقعة) والـ ـذي يمثـ ـل الاعتبار الأساسي والحاكم في صـ ـناعة القـ ـرار التمـ ـويلي المرتبط بتكوين الهيكل التمويلي المناسب، الأمر الذي مكنـ ـا

من القول بأنه كلما زادت قيمة المبيعات المتوقعة واتجهـت نحو الاستقرار كان من المفضل زيادة الرافعة المالية المتمثلة في زيادة درجة الاعتماد على التمويـل بالـديون والعكـس صحيح.

هذا بالإضافة إلى تذكير القارئ بما سبق أن أشرنا إليـه من حيث ارتباط مخاطرة الأعمال بالتغيرات المتوقعـة فـي المبيعات حيث تزيد هذه المخاطرة بالانخفـاض فـي قيمـة المبيعات المتوقعة وتنخفض بزيادة هذه القيمة، بالإضافة إلى ارتباط المخاطرة المالية بالرافعة المالية المستخدمة في تكوين الهيكل التمويلي حيث تزداد درجة المخاطرة المالية بزيـادة الرافعة المالية وتنعدم في حالتي التمويل الكامل بالملكية (عدم استخدام الرافعة المالية) وكذلك في حالـة الاعتمـاد علـى أسلوب التمويل بالمشاركة والذي يخلو من مشكلة الارتبـاط المسبق بالتزامات مالية ثابتة بالنسبة لمصادر التمويل التي تم الحصول عليها من المشاركين.

هذا بالإضافة إلى درجة المخاطرة الكليـة والتـي تمثـل المحصلة النهائية للتفاعل بين كل مـن مخـاطرة الأعمـال والمخاطرة المالية والتي يجب أن تكون في نطـاق حـدود

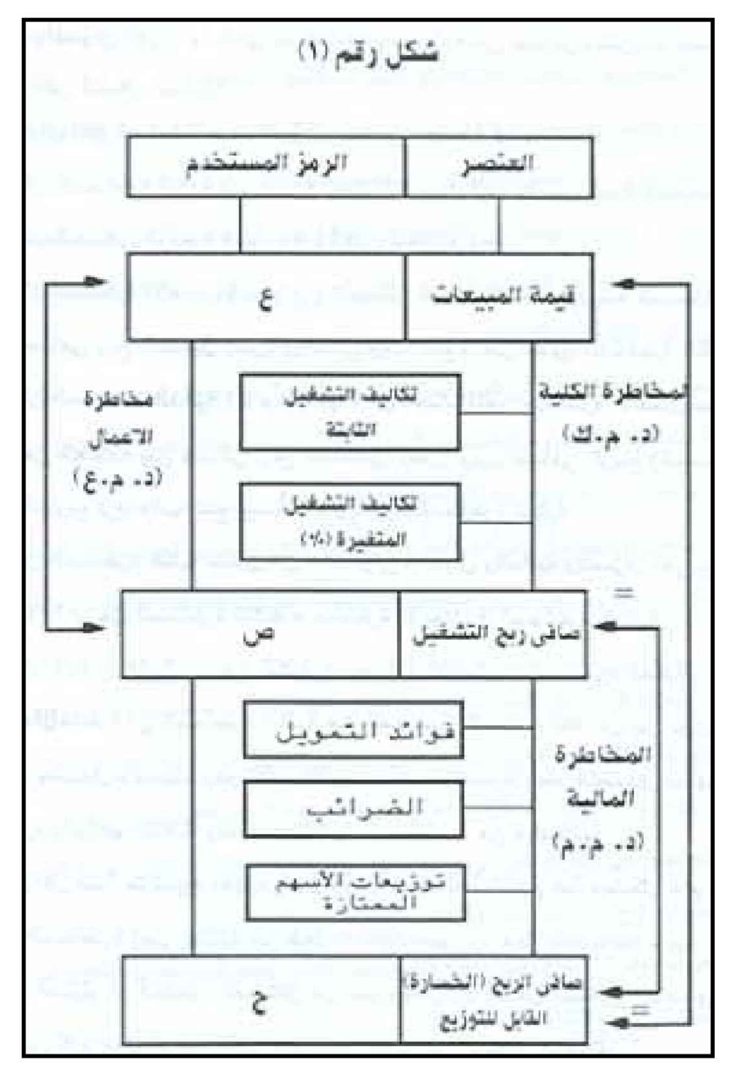
مرغوبة وذلك داخل إطار العلاقة العكسية بـ.ين عنـ.صريها والمتمثلة في أنه بزيادة مخاطرة الأعمال يحتم الأمر تخفيض المخاطرة المالية وأنه بانخفاض مخـ.اطرة الأعمـ.ال يمكـ.ن الاتجاه نحو إمكانية زيادة المخاطرة المالية ويمكننا الآن وبعد عرض هذا الإطار التذكيري أن نقتحم برنامجنـ.ا المقتـ.رح لتحليل الهيكل التمويلي للمنشأة والذي يعتمـ.د علـ.ى مـ.دخل المخاطرة الكلية.

ولقد رأينا أنه ومن المناسب أن نبدأ الاقتحـ.ام المـ.ذكور بتوضيح عام ومبسط للمدخل المقترح وذلـ.ك علـ.ى الوجـ.ه التالي:

الإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية في تحليل الهيكل التمويلي:

في واقع الأمر يعتمد مدخلنا المقترح في تحليـ.ل الهيكـ.ل التمويلي على استخدام قائمة الدخل للمنشأة موضع التحليـ.ل وبعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل فـ.ي صـ.ورتها الثانية والتي سبق أن تعرضنا لها تفصيلاً ضمن محتويـ.ات

الفصل السابق مباشرة، وهنا يحتم علينا هذا المجال أن نعيد.د عرض القائمة المذكورة على النحو التالي:



إلى الفهرس

والسؤال الآن: ما الذي يمكننا التوصل إليـه مـن حقـائق ونظريات علمية من خلال استعراض الشكل السابق؟

والواقع أن إجابة هذا السؤال يمكن حـصرها فيما يلي:

١- أن المخاطرة الكلية (د. م. ك) تمتد لتتضمن العلاقة بين قيمة المبيعات (ع) وبين قيمة صـافي الـربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح).

٢- أن مخاطرة الأعمال (د. م. ع) تنحصر في العلاقة بين قيمة المبيعات (ع) وبين صافي ربح التـشغيل (ص) وبالتالي فإنها تقع داخـل حـدود المخـاطرة الكلية.

٣- أن المخاطرة المالية (د. م. م) تبدأ من حيث انتهت مخاطرة الأعمال حيث تنحصر فـي العلاقـة بـين صافي ربح التشغيل (ص) وبـين صـافي الـربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح) وأنها تقع أيضا داخل حدود المخاطرة الكلية.

٤- أن المخاطرة الكلية تتكون من مخاطرتي الأعمـال والمالية، والسؤال الآن يتمثل في:

٤/ ١: هل المخاطرة الكليـة = مخـاطرة الأعمـال + المخاطرة المالية.

أو ٤/ ٢: هل المخاطرة الكلية = مخـاطرة الأعمـال × المخاطرة المالية.

والإجابة: أن المخاطرة الكلية هـي المحـصلة النهائيـة للتفاعل بين نوعي المخاطرة وليست حاصل جمعهما وهـو الأمر الذي سنحدده تفصيلاً عند التصدي لمفهـوم المخـاطر المذكورة بأنواعها الثلاثة والنماذج الكمية المـستخدمة فـي قياساتها.

والآن نبدأ بتوضيح مفهوم المخاطرة Risk المستخدم هنا وبشكل عام حيث نوجزه في أن المخاطرة تعني علاقة بـين فعل Action وبين رد فعل Reaction حيث يمثـل الفعـل المتغير المؤثر أو المتغير المستقل في حين يمثل رد الفعـل المتغير التابع والذي يحدث فيه التغير كرد فعل أو كنتيجـة للتغير الذي حدث في المتغير المستقل.

وبهذا المفهوم يمكننا التأكيد علـى الحقـائق التالية:

- تنعدم المخاطرة في حالة التساوي الكمي التام بين كل من رد الفعل والفعل نفسه أي أنه إذا كان: رد الفعل = الفعل = مخاطرة منعدمة.
- تتواجد المخاطرة وتبدأ في الظهور في حالـة عـدم التساوي الكمي بين كل من رد الفعل والفعل نفسه أي أن المخاطرة = رد فعل كبيرا، فعلا أقـل، وتـزداد المخاطرة كلما كان رد الفعل أكبر كثيرا من الفعـل نفسه.

مما سبق يمكننا القول بأن المخاطرة المتزايدة أو المرتفعة تعكس درجة عالية من الحساسية المتمثلة في حساسية المتغير التابع للتغير في قيمة المتغير المستقل في أي علاقـة بـين متغيرين نريد قياس درجة المخاطرة فيما بينهما.

والآن نعرض مفهوما أوليا خاليا من العمـق لكـل مـن الأنواع الثلاثة للمخاطر المذكورة وذلك من خلال العودة إلى فحص محتويات الشكل السابق عرضه وذلك علـى الوجـه التالي:

- **مخاطرة الأعمال Business risk** والتي تعني مـ.دى حساسية صافي ربح التـ.شغيل للتغيـ.ر بالزيـ.ادة أو النقص تبعا للتغيرات التي تحدث في قيمة المبيعـ.ات بالزيادة أو النقص، حيث تـ.زداد درجـ.ة مخـ.اطرة الأعمال بزيادة درجة الحساسية المذكورة.

ومن الواضح أن قيمة صافي ربح التشغيل (ص) وهذ.ا تمثل المتغير التابع في حين تمثل قيمة المبيعات (ع) المتغير المستقل في العلاقة المذكورة.

وتنعدم مخاطرة الأعمال في حالة التساوي الكمـ.ي التـ.ام بين معدلي التغير في كل من المبيعات وصافي ربح التشغيل.

- **المخاطرة المالية Financial risk**: والتي تعنـ.ي مدى حساسية صافي الربح القابل للتوزيع (ح) للتغير بالزيادة أو النقص تبعا للتغيرات التي تحـ.دث فـ.ي صافي ربح التشغيل بالزيادة أو النقص، حيث تزداد درجة المخاطرة المالية بزيـ.ادة درجـ.ة الحـ.ساسية المذكورة.

ومن الواضح أيضا أن قيمة صافي الربح القابل للتوزيـ.ع (ح) تمثل هنا المتغير التابع في حين يمثـ.ل صـ.افي ربـ.ح

إلى الفهرس

التشغيل المتغير المستقل في العلاقة المذكورة والـذي كـان يمثل متغيرا تابعا في العلاقة المكونة لمخاطرة الأعمال.

وتنعدم المخاطرة المالية في حالة التساوي الكمي التام بين معدلي التغير في كل من صافي ربح التشغيل وصافي الربح القابل للتوزيع.

- **المخاطرة الكليـة** Total risk والتـي تعنـي مـدى حساسية صافي الربح القابل للتوزيـع (ح) للتغيـر بالزيادة أو النقص تبعا للتغيرات التي تحدث في قيمة المبيعات (ع) بالزيادة أو النقص أيضا حيث تـزداد درجة المخاطرة الكلية بزيـادة درجـة الحـساسية المذكورة.

ومن الواضح أيضا أن قيمة صافي الربح القابل للتوزيع (ح) تمثل هنا المتغير التابع في حين تمثل قيمة المبيعات (ع) المتغير المستقل في العلاقة المذكورة والذي يحـتفظ بهـذه الصفة في العلاقات الثلاث السابق عرضها.

وإلى هذا الحد من العرض والتوضيح يصبح المجال مهيئًا للعرض المفصل للأنواع الثلاثة من المخـاطر مـن حيـث مفهوم ونماذج قياس كل منها وذلك على الوجه التالي:

مخاطرة الأعمال Business risk:

لقد سبق أن أوضحنا في الفصل الثاني من هذا الكتاب أن مخاطرة الأعمال ترتبط بمستوى المبيعات المتوقع ودرج.ة استقراره والذي يمثل انعكاسا مباش.را للحال.ة الاقت.صادية السائدة أو المتوقعة، حيث تتج.ه المبيع.ات نح.و الزي.ادة والاستقرار في الحالات الاقتصادية الجيدة والممت.ازة، ف.ي الوقت الذي تتجه فيه نحو الانخفاض وعدم الاس.تقرار ف.ي الحالات الاقتصادية السيئة والعادية.

وحيث إننا نرتبط هنا بمجال القياس الكمي لدرجة مخاطرة الأعمال يصبح من الأمور المنطقية أن نوجه اهتمامنا نح.و تحديد أثر تحرك المبيعات بالزيادة أو النقص كمتغير مستقل على تحرك عنصر آخر وهو صافي ربح التشغيل، حيث إن مخاطرة الأعمال تعكس مدى حساسية صافي ربح الت.شغيل للتحرك زيادة أو نقصا تبعا (كود فعل) للتحرك الذي يح.دث في قيمة المبيعات زيادة أو نقصا، وهو الأمر الذي يعني أننا لا نحصر اهتمامنا فقط في تحرك قيمة المبيعات ± بل يمت.د اهتمامنا ليقيس أثر هذا التحرك على صافي ربح التشغيل.

وفي هذا المجال نوجه للقارئ سؤالاً: عما يمكن أن يحدث لأفراد المجتمع في حالة اتجاه الحالة الاقتصادية العامة فـي الدولة لا قدر الله نحو التدهور الشديد من خلال سيادة حالـة الكساد الاقتصادي العام (سيادة ظروف المخاطرة العامـة)؟ **والإجابة** المنطقية عن السؤال المطروح تتحصر في ضرورة حدوث تأثير سلبي على الموقف المالي والمعيشي لكافة أفراد المجتمع.

وهنا يثار التساؤل التالي والمتعلق بدرجة التأثير الـسلبي المذكور على أفراد وطبقات المجتمع الثرية والفقيـرة وهـل ستتساوى أم لا؟

والإجابة عن السؤال المذكور أن فئة الأثرياء ستكون أكثر تعرضا للتأثير السلبي على موقفها المالي والمعيشي من فئـة الفقراء.

ويرجع ذلك إلى أن المواطن الفقير يـرتبط فـي حياتـه بالعديد من النفقات والاحتياجات التي لها صفة التغير؛ حيـث تزداد بزيادة الدخل اليومي أو الشهري المتاح، فـي الوقـت الذي تلعب فيه النفقات والاحتياجات التي لها صفة الثبات مع تغير الدخل المتاح دورا محدودا، في الوقت الذي نجد فيه أن

المواطن الغني والذي سيكون أكثر تعرضا للتـأثير الـسلبي لانخفاض الدخل بسبب ارتباط نفقات حياته بـصفة الثبـات والتي تمثل نسبة مرتفعة من جملة نفقاته واحتياجاته اليوميـة أو الشهرية.

ويمكننا الآن التأكيد على أن الـشخص الغنـي سـيرتبط بدرجة عالية من المخاطرة المذكورة مقارنة بالشخص الفقير، حيث يرجع هذا الاختلاف إلى ارتباط الشخص الغني بقيمـة أكبر من النفقات والاحتياجات الثابتة وبقيمة أقل من النفقـات والاحتياجات المتغيرة.

ونؤكد على أن مخاطرة الأعمال المرتبطة بالمـشروعات القائمة أو المقترحة سوف تأخذ هذا الاتجاه حيث يتجه بعض الكتاب [١] إلى التفرقة بين مخـاطرة الأعمـال ومخـاطرة التشغيل حيث يقصد بمخاطرة الأعمال عدم التأكد المـرتبط بتلك التوقعات عما سيكون عليه دخل التشغيل المستقبلي، في حين أن مخاطرة التشغيل ترتبط بدرجة اسـتخدام المنـشأة للأصول الثابتة في عملياتها التشغيلية ولكننا في الواقع نميـل إلى ذلك الاتجاه الذي يربط بينهما؛ حيث إن الاتجاه المذكور

---

[1] – F E – Brigham, op. cit., p. 675.

يحصر مخاطرة الأعمال في دائرة الاهتمام بدارسة وتحليل أثر التغير في المبيعات على ربحية المنشأة في ظل هيكل تكلفة معين، حيث تتجه مخاطر الأعمال نحو الزيادة بزيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، والواقع أن الأداة التي يمكن استخدامها في هذا المجال تتمثل في درجة دائنية التشغيل Operating leverage والتي يمكن أن تعرف بدرجة الرفع التشغيلي حيث ترتبط درجة دائنية التشغيل باستحقاق تكاليف تشغيل ثابتة ملموسة في المنشأة، حيث يكون لهذه التكاليف الثابتة للتشغيل تأثيرا ملموسا في إبراز صافي أرباح التشغيل كرد مباشر للتغير في المبيعات.

وعلى هذا الأساس فإن زيادة القيمة النسبية لتكاليف التشغيل الثابتة سوف يعني مباشرة زيادة درجة دائنية التشغيل في المنشأة؛ الأمر الذي يعني زيادة درجة حساسية صافي أرباح التشغيل للتغير بالزيادة أو النقص تبعا للتغير في مستوى المبيعات بالزيادة أو النقص أيضا، الأمر الذي يعني في النهاية زيادة مخاطرة الأعمال في هذه المنشأة.

ومن الجدير بالذكر أن دراسة وتحليل درجة الدائنية في التشغيل تعتمد أساسا على تحليل العلاقة بين المبيعات

والتكاليف والأرباح، الأمر الذي يعني أنها تعتمد على تحليل التعادل والذي يقوم على [1] أساس تقسيم عناصر التكـاليف إلى ثابتة ومتغيرة، حيث تتصف الأولى بالثبات داخل حـدود معينة من معدلات الإنتاج حيث إنه في داخل هذا الحد المعين للإنتاج ينخفض نصيب الوحدة من المصروفات الثابتة كلمـا زاد حجم الإنتاج ومن أمثلتهـا، مرتبـات الجهـاز الإداري والإهلاك والتأمين ومصروفات الإعلان.. إلخ.

في حين أن التكاليف المتغيرة تتصف بالثبـات بالنـسبة للوحدة الواحدة فقط في حين أن إجمالي قيمتها يتجـه نحـو التزايد مع تزايد حجم الإنتاج وبنفس النسبة ومـن أمثلتهـا الخامات والعمالة المباشـرة وتكـاليف التعبئـة والتغليـف وعمولات البيع.. إلخ.

وليس هناك مـا يمنـع مـن وجـود بعـض عناصـر المصروفات والتي يصعب تصنيفها فيما إذا كانت ثابتـة أو متغيرة وتصنف في هذه الحالة على أنها شبه ثابتة أو شـبه

---

[1] – د. محمد عفيفي حمودة، تحليل القرارات والنتائج المالية، القـاهرة مكتبة عين شمس، ١٩٨٤ ص ٨٢.

متغيرة، وفي التحليل النهائي فهناك ضـرورة حتميـة إلـى اتباعها إلى أي من المجموعتين الأساسيتين.

وتماشيا مع اتجاه التبسيط والمتبـع فـي هـذا الكتـاب، فنعرض المثال الافتراضي التالي لتوضيح كل ما سبق ذكره:

منشأتان س، ص تتماثلان تمامـا فـي ثلاثـة عناصـر وتختلفان في عنصر واحد فقط حيث نفترض أنه في نهايـة عام ١٩٩٣ كان الموقف المقارن بينهما كما يلي:

- قيمة مبيعات كل منهما السنوية ١٠٠ مليون جنيه.
- إجمالي تكاليف التشغيل الـسنوية لكـل منهمـا ٦٠ مليون جنيه.
- وبالتالي تكون قيمة صافي ربح التشغيل لكل منهمـا ٤٠ مليون جنيه.
- تمثل تكاليف التشغيل المتغيـرة ٢٠ %، ٥ % مـن مبيعات كل منهما على التـوالي (س، ص) والـذي يمثل عنصر الاختلاف الوحيد فيما بينهما.

والآن دعنا – عزيزي القـارئ – نـصور المعلومـات المتاحة السابقة في الجدول التالي:

جدول رقم (١)

(القيمة بالألف جنيه)

منشأة / بيان	س	ص
قيمة المبيعات السنوية (ع)	١٠٠,٠٠٠	١٠٠٠٠٠
. تكاليف تشغيل متغيرة (ت م)	(٢٠,٠٠٠)	(٥٠٠٠٠)
. تكاليف تشغيل ثابتة (ت ث)	(٤٠,٠٠٠)	(٥٥٠٠٠٠٠)
صافي ربح التشغيل (ص)	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠

وتطبيقاً لما سبق أن حددناه بشأن تزايد درجـ.ـة مخـ.ـاطرة الأعمال بتزايد القيمة النسبية لتكاليف التشغيل الثابتة يمكنـ.ـا استخدام هذه البيانات في **القطع** بأن المنشأة **ص** ترتبط بدرجة أكبر من مخاطرة الأعمال مقارنة بالمنشأة **س**.

والآن يمكننا التثبت من هذه النتيجة من خلال الاتجاه إلى مجال القياس الكمي لدرجة مخاطرة الأعمال في كـ.ـل مـ.ـن المنشأتين وذلك على الوجه التالي:

*** بالنسبة للمنشأة س انظر معي إلى المعادلة التالية:**

$$\frac{١٠٠,٠٠٠ \; . \; ٢٠,٠٠٠}{٤٠,٠٠٠} = ٢$$

* بالنسبة للمنشأة **ص** انظر معي أيضا إلى المعادلة التالية:

$$\frac{١٠٠,٠٠٠ \;.\; ٥٠٠٠}{٤٠,٠٠٠} = ٢,٤$$

وبتفسير المعادلتين السابقتين ومطابقة محتوياتهما بالجدول السابق يمكننا وبسهولة صياغة النموذج التالي:

$$د\,م\,ع = \frac{ع \;.\; ت\,م}{ص} \quad .... \;(١)$$

أي أن:

$$\text{درجة مخاطرة الأعمال} = \frac{\text{قيمة المبيعات . تكاليف التشغيل المتغيرة}}{\text{صافي ربح التشغيل}}$$

والسؤال الآن يتعلق بإمكانية تفسير القيمة الناتجة لدرجة مخاطرة الأعمال والتي توصلنا إليها من خلال تطبيق النموذج السابق.

وسنعرض إجابتنا على الوجه التالي:

بالنسبة للمنشأة س: والتي ترتبط بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة والتي تعني أن أي تحرك في قيمة مبيعاتها زيادة أو نقصا عن قيمتها وقت القياس سوف يترتب عليه تحركًا في قيمة صافي ربح التشغيل بمقدار الضعف.

أي أن تحرك قيمة مبيعاتها والتي تبلغ ١٠٠ مليون جنيـ.ـه في نهاية عام ١٩٩٣ نحو الزيادة أو النقص بمعـ.ـدل ١٠ % مثلاً في عام ١٩٩٤ سوف يترتب عليه تحرك قيمة صـ.ـافي ربح تشغيلها في عام ١٩٩٤ بمعـ.ـدل ٢٠ % وفـ.ـي نفـ.ـس الاتجاه ±.

ومن الواضح أننا قد تعمدنا تثبيت معدل التغير في قيمـ.ـة المبيعات (Δ ع) لكل من المنشأتين س/ ص وذلك بهـ.ـدف التركيز على مدى اختلافهما في رد الفعل المتمثل في معدل التغير في صافي ربح التشغيل (Δ ص) والذي وجدناه أكبـ.ـر في المنشأة ص عنه في المنشأة س وهو الأمر الذي يرجـ.ـع إلى ارتباط المنشأة ص بقيمة أكبر من تكاليف التشغيل الثابتة مقارنة بالمنشأة س.

والآن دعنا – عزيزي القارئ – نستخدم النتائج الـ.ـسابقة في عرض ما يلي:

بالنسبة للمنشأة س ... < $\frac{\pm ٢٠ \%}{\pm ١٠ \%} = ٢$

بالنسبة للمنشأة ص... < $\frac{\pm ٢٤ \%}{\pm ١٠ \%} = ٢,٤$

ومن الواضح أننا في مواجهة نموذج آخر لقياس درجـة مخاطرة الأعمال يمكن عرضه كما يلي:

$$\text{د. م. ع} = \frac{\Delta \text{ ص}'}{\Delta \text{ ع}'} \quad .... \ (٢)$$

أي أن:

$$\text{درجة مخاطرة الأعمال} = \frac{\text{معدل التغير في قيمة صافي ربح التشغيل}}{\text{معدل التغير في قيمة المبيعات}}$$

ومن الواضـح أن هذا النموذج يعتمد على معدلات التغير في قيم المتغيرين التابع والمستقل في الوقت الذي يعتمد فيـه النموذج رقم (١) على استخدام القـيم المطلقـة لكـل مـن المبيعات وصافي ربح التشغيل وتكاليف التـشغيل المتغيـرة والتي يتم التوصل إليها من قائمة الدخل المعدل عـن سـنة مالية منتهية.

هذا ويمكننا الآن وبسهولة شديدة إعادة صياغة النمـوذج رقم (٢) بضرب طرفيه في وسطيه لنحصل على النمـوذج التالي:

$$\Delta \text{ ص}' = \text{د. م. ع} \times \Delta \text{ ع}' \ .... \ (٣)$$

حيث إن:

معدل التغير المتوقع في = درجة المخـاطرة × معـدل التغير المتوقع.

قيمة صافي ربح التشغيل الأعمال فـي قيمـة المبيعات.

ومن الواضح أن هذا النموذج الأخير سوف يستخدم فـي مجال التنبؤ المستقبلي وهو الأمر الذي يمكن توضيحه مـن خلال توسيع قاعدة المناقشة المرتبطـة بالمنـشأتين س/ ص وذلك بمحاولة الإجابة عن السؤالين التاليين:

السؤال الأول: هل ستكون المنشأة **س** أفضل حـالاً مـن المنشأة **ص** فيما لو كان هناك توقع لحالة رواج اقتصادي في عام ١٩٩٤ يحدث زيادة متوقعة في مبيعات كل منهما بمعدل ٤٠ %؟

وللإجابة عن هذا السؤال فسوف نستخدم النموذج رقم (٣) على الوجه التالي:

Δ ص/ لعام ١٩٩٤ = د. م. ع المسحوبة × Δ ع/ لعـام ١٩٩٤.

بالنسبة للمنشأة **س**:

Δ ص/ لعام ٩٤ = ص × ٤٠ % = ٨٠ %.

وهذه النتيجة تعني أنه وفي ظل ارتباط المنشأة **س** بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ فإن اتجاه قيمة مبيعاتها نحو الزيادة المتوقعة بمعدل ٤٠ % لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ١٤٠ مليون جنيه عام ١٩٩٤ سوف يترتب عليه اتجاه قيمة صافي ربح تشغيلها نحو الزيادة بمعدل ٨٠ % من قيمته وقت القياس ليتحول من ٤٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ٧٢ مليون جنيه في عام ١٩٩٤.

أما بالنسبة للمنشأة ص:

Δ ص/ لعام ٩٤ = ٢,٤ × ٤٠ % = ٩٦ %.

وتعني هذه النتيجة أنه وفي ظل ارتباط المنشأة **ص** بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢,٤ فإن اتجاه قيمة مبيعاتها نحو الزيادة المتوقعة بمعدل ٤٠ % لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٤ إلى ١٤٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٤، سوف يترتب عليه اتجاه قيمة صافي ربح تشغيلها نحو الزيادة بمعدل ٩٦ % من قيمته وقت القياس ليتحول من ٤٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ٧٨ مليون جنيه في عام ١٩٩٤.

إلى الفهرس

ومن الواضح الآن أن الإجابة عـن الـسؤال المطـروح ستكون بالنفي لأن المنشأة **ص** والمرتبطة بدرجة أعلى نسبيا من مخاطرة الأعمال من المنشأة **س** ستكون أفـضل حـالاً وأكثر استفادة من رد الفعل الإيجابي علـى صـافي ربـح التشغيل.

ومن الجدير بالذكر أهمية التأكيد على أن حساباتنا التـي توصلنا إليها حتى الآن قد بنيت على افتراض أن زيادة قيمة المبيعات بمعدل ٤٠ % لكل من المنشأتين **س/ ص** سـوف تحدث في ظل استخدام أكثر كفـاءة للطاقـة المتاحـة دون إحداث أية توسعات استثمارية يترتب عليها زيـادة تكـاليف التشغيل الثابتة، حيث إن إسقاط الافتراض المذكور في الواقع العملي سوف يؤدي وبالضرورة إلى تغيير كل النتائج التـي توصلنا إليها.

وفي هذا المجال نؤكد على أن ممارستنا العملية في مجال متابعة المشروعات وتشخيص مشكلاتها المالية وتقديم الحلول اللازمة لإصلاح مراكزها المالية قد أكـدت علـى انتـشار ظاهرة التوسعات الاستثمارية غير المدروسـة والتـي يـتم إقرارهـا فـي ظـل عـدم إدراك الإدارة لعـدم اسـتخدام

الاستثمارات المتاحة لطاقتها القصوى وهو الأمر الذي يعكس أثره السلبي على زيادة قيمة تكاليف التشغيل الثابتة وبالتـالي زيادة درجة مخاطرة الأعمال كل ذلك في ظل انخفاض قيمة المبيعات أو زيادة قيمتها بمعدل ضعيف، الأمر الذي يـؤدي في النهاية إلى تدهور المراكز المالية للعديد من المشروعات.

ويهمنا الآن التأكيد على أن ارتباط المنشأة بدرجة عاليـة من مخاطرة الأعمال سوف يؤدي إلى تعظيم استفادتها مـن اتجاه مبيعاتها للتحرك نحو الزيادة وهو الأمر الـذي سـوف يحدث عكسه تماما في ظل حالات الكساد الاقتصادي وهـو مجال السؤال الثاني.

السؤال الثـاني: هل ستكون المنشأة **س** أفضل حالاً مـن المنشأة **ص** فيما لو كان هناك توقع لحالة كساد اقتصادي في عام ١٩٩٤ يحدث انخفاضا متوقعا في قيمـة مبيعـات كـل منهما بمعدل ١٥ %؟

وللإجابة عن هذا السؤال فسوف نلجأ أيضا إلى اسـتخدام النموذج رقم (٣) على الوجه التالي:

Δ ص/ للمنشأة س (لعام ١٩٩٤) = ٢ × . . ١٥ % = ٣٠ %.

Δ ص/ للمنشأة ص (لعام ١٩٩٤) = ٢,٤ × . ١٥ % = . ٣٦ %.

وتعني هذه النتائج أن تعرض المنـ.شأتين **س/ ص** لـ.ذات الحدث السلبي المتمثل في انخفاض قيمة مبيعات كل منهمـ.ا بمعدل ١٥ % لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ (وقت قياس درجة مخاطرة الأعمال) إلى ٨٥ مليون جنيه في عام ١٩٩٤ سوف يترتب عليه رد فعل سلبي مختلـ.ف فـ.ي معدله وقيمته على صافي ربح التشغيل والذي سيتجه نحـ.و الانخفاض بمعدل ٣٠ % بالنسبة للمنشأة **س** ليـ.نخفض مـ.ن ٤٠ مليون جنيه عام ١٩٩٣ إلى ٢٨ مليون جنيه فـ.ي عـ.ام ١٩٩٤ في الوقت الذي سيتجه فيه نحو الانخفاض بمعدل ٣٦ % بالنسبة للمنشأة **ص** لينخفض من ٤٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ٢٦,٤ مليون جنيه في عام ١٩٩٤.

ومن الواضح أن الإجابة عن الـ.سؤال الثـ.اني موضـ.ع المناقشة ستكون بالإيجاب، حيث ستكون المنشأة **س** أقل تأثرا برد الفعل السلبي على صافي ربح التشغيل.

ولتأكيد كل ما توصلنا إليه من نتائج حتى الآن نعـ.رض للجدولين التاليين:

جدول رقم (٢)

موقف المنشأتين س / ص في حالة الرواج الاقتصادي المتوقع

(القيمة بالألف جنيه)

منشأة / بيان	س			ص		
	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	معدل التغير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	معدل التغير
ع	١٠٠٠٠٠	١٤٠٠٠٠	Δ ع = ٤٠٪ ↓	١٠٠٠٠٠	١٤٠٠٠٠	Δ ع = ٤٠٪ ↓
− ف م	(٢٠٠٠٠)	(٢٨٠٠٠)		(٥٠٠٠)	(٧٠٠٠)	
− ف ث	(٤٠٠٠٠)	(٤٠٠٠٠)		٥٥٠٠٠)	(٥٥٠٠٠)	
ص	٤٠٠٠٠	٧٢٠٠٠	Δ ص = ٨٠٪	٧٨٠٠٠	٧٨٠٠٠	Δ ص = ٩٦٪

جدول رقم (٣)

موقف المنشأتين س / ص في حالة الكساد الاقتصادي المتوقع

(القيمة بالألف جنيه)

منشأة / بيان	س			ص		
	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	معدل التغير	الموقف الحالي	الموقف المتوقع	معدل التغير
ع	١٠٠٠٠٠	٨٥٠٠٠	Δ ع = ١٥-٪ ↓	١٠٠٠٠٠	٨٥٠٠٠	Δ ع = ١٥-٪ ↓
− ف م	(٢٠٠٠٠)	(١٧٠٠٠)		(٥٠٠٠)	(٤٢٥٠)	
− ف ث	(٤٠٠٠٠)	(٤٠٠٠٠)		٥٥٠٠٠)	(٥٥٠٠٠)	
ص	٤٠٠٠٠	٢٨٠٠٠	Δ ص = ٣٠-٪	٤٠٠٠٠	٢٥٧٥٠	Δ ص = ٣٦-٪

وتؤكد النتائج التي يتضمنها الجدولين السابقين على كل ما سبق التوصل إليه من حيث مفهوم مخاطرة الأعمال والنماذج الكمية المستخدمة في قياسها سواء في مجال القياس أو في مجال التنبؤ المستقبلي.

وفي هذا المجال نجد من الضروري التأكيد على أن نجاح أي منشأة في مجال النشاط الذي تمارسه يتوقف على مدى نجاحها في تحريك مبيعاتها نحو التزايد وهو الأمر الذي يعكس أثره الإيجابي على التحرك الإيجابي لصافي ربح تشغيلها وهو الأمر الذي يعكس الأثر النهائي للعديد من العوامل التي تعكس في مجملها مدى كفاءة الإدارة القائمة عليها من حيث:

- كفاءة إدارة الإنتاج.
- كفاءة إدارة المبيعات.
- كفاءة إدارة المشتريات.
- كفاءة إدارة المخازن.
- كفاءة إدارة التسويق وبحوث السوق.
- فعالية نظم الحوافز المطبقة.. إلخ.

المخاطرة المالية Financial risk:

لقد سبق أن أوضحنا في الفصل الثاني من هذا الكتاب أن المخاطرة المالية تتواجد في حالة التزام المنشأة بدفع فوائـد تمويل ثابتة محددة سلفاً مع التزامها بدفع الأقـساط، الأمـر الذي يعني أن المخاطرة المالية تـرتبط باسـتخدام الرافعـة المالية عند تكوين وإقرار الهيكل التمـويلي وأن المخـاطرة المالية تتزايد بالتوسع في استخدام الرافعة المالية.

وحيث إننا نرتبط هنا أيضا بمجال القياس الكمي لدرجـة المخاطرة المالية والتي سبق أن حـددناها بمـدى حـساسية صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح) للتغير بالزيادة أو النقص تبعا للتغير الذي يحدث في صافي ربح التشغيل (ص) بالزيادة أو النقص أيضا، حيث تتزايد درجة المخاطرة المالية بزيادة درجة الحساسية بين هذين المتغيرين.

أن المخاطرة المالية ترتبط بشكل مباشر بقرار التمويل في الوقت الذي وجدنا فيه أن مخاطرة الأعمال تـرتبط بـشكل مباشر بقرار الاستثمار، وحيث إن الفكر المالي يؤكد علـى العلاقة المباشرة بين قـراري التمويـل والاسـتثمار، فمـن المنطقي أن تكون هناك علاقة بين كل من مخاطرة الأعمال

والمخاطرة المالية والتي ترتبط بنسبة الاعتماد على الـ ـديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقاً بالنسبة لقيمة مـ ـصادر التمويل الإجمالية.

وإذا نظرنا إلى الجزء الأخير من قائمة الـ ـدخل الـ ـسابق توضيحها والذي يبدأ من صافي ربح التشغيل وينتهي بصافي الأرباح القابلة للتوزيع . والتي تمثل حقوق حملـ ـة الأسـ ـهم العادية . نجد أن هناك علاقة بين صـ ـافي ربـ ـح التـ ـشغيل كمتغير مستقل وبين صافي الأرباح القابلة للتوزيع كمتغيـ ـر تابع، وأن هذه العلاقة هي التي تكون بشكل عام مفهوم درجة دائنية التمويل، وتماشيا مع اتجاه التبسيط، فإذا اسـ ـتعدنا مـ ـا سبق أن ذكرناه بخصوص دائنية التشغيل نجد أن الفرق بين المتغير المستقل (قيمة المبيعات) وبين المتغير التابع (صافي ربح التشغيل) يتمثل في مجموعـ ـة مـ ـن التكـ ـاليف الثابتـ ـة والمتغيرة، وأن درجة حساسية المتغير التابع تبعا للتغير فـ ـي المتغير المستقل تتوقف على مدى جوهرية التكاليف الثابتـ ـة من حيث قيمتها النسبية لجملة التكاليف، وبالقيـ ـاس نجـ ـد أن دائنية التمويل تنحصر في علاقة بين متغيرين أحدهما مستقل (صافي أرباح التشغيل) والآخـ ـر تـ ـابع (الأربـ ـاح القابلـ ـة

للتوزيع)، وبينهما أيضا نوعان من التكاليف غير المرتبط.ة بعمليات التشغيل، أحدهما يأخذ صفة الثبات وه.ي الفوائ.د والآخر يأخذ صفة التغير وهو الضرائب، حي.ث إن مع.دل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية يمثل معدلاً ثابتً.ا ولكن قيمة الضريبة نفسها تتجه نحو الزيادة أو الانخف.اض تبعا لقيمة الأرباح الخاضعة للضريبة، وعلى هذا الأساس فإن هناك حساسية للتغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع تبع.ا للتغير في صافي أرباح التشغيل، وتتوقف درجة الح.ساسية هذه على مدى جوهرية التكاليف الثابتة والمتمثلة في فوائ.د الديون، وهذا هو أبسط المفاهيم لدرجة دائنية التمويل، الأمر الذي يعني بالضرورة أن المنشأة إذا ل.م ت.ستخدم م.صادر تمويل ذات تكاليف ثابتة، فإن التغير في صافي ربح التشغيل سينتج عنه تغيرا في نفس الاتجاه وبنفس النسبة في ص.افي الأرباح القابلة للتوزيع (وبالتالي في نصيب السهم العادي من الربح) وهو الأمر الذي يؤكد الارتباط الواضح بين المخاطر المالية والرافعة المالية على الأقل عند هذا الحد من المناقشة، بمعنى أن الرافعة المالية الكبيرة أن الأكثر ارتفاع.ا س.وف تعكس درجة أكبر من المخاطرة المالية والعك.س ص.حيح،

وغالبا ما يهتم المشترون المحتملون للأوراق المالية الخاصة بالشركة، بالمخاطر التي مـ.ـن المتوقـ.ـع أن تتعـ.ـرض لهـ.ـا أوراقهم، حيث يهتمون بصفة خاصة بمدى قدرة المنشأة على الوفاء بمدفوعات الفوائد وسداد الدين، وهكـ.ـذا وبالـ.ـضرورة فكلما زادت الأموال المقترضة في الهيكل التمـ.ـويلي، كلمـ.ـا زادت مخاطر عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قبـ.ـل الدائنين.

هذا ولكي نقتحم مجال القياس الكمي لدرجـ.ـة المخـ.ـاطرة المالية فلنعد إلى استخدام البيانات الـ.ـسابق عرضـ.ـها عـ.ـن المنشأتين س/ ص والتي أفادت بـ.ـأن المنـ.ـشأة ص تـ.ـرتبط بدرجة أعلى من مخاطرة الأعمال من المنشأة س. ولنعطـ.ـي البيانات الافتراضية التالية عن هاتين المنشأتين:

- إجمالي الأصول ٢٠٠ مليون جنيه لكل منهما.
- الرافعة المالية صفر %، ٥٠ % لكل من المنـ.ـشأتين على التوالي.
- معدل الفائدة ١٠ %.
- معدل الضريبة ٢٠ %.
- لا توجد إصدارات للأسهم الممتازة في كل منهما.

والآن يمكننا تصوير هذه المعلومات في الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

(القيمة بالألف جنيه)

منشأة بيان	س	ص
صافي ربح التشغيل (ص)	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠
. فوائد التمويل	(صفر)	(١٠,٠٠٠)
صافي الربح قبل الضرائب	٤٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠
. الضرائب ٢٠ %	(٨٠٠٠)	(٦٠٠٠)
صافي الربح بعد الضرائب	٣٢,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
. توزيعات الأسهم الممتازة	.	.
صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح)	٣٢,٠٠٠	٢٤,٠٠٠

وتطبيقاً لما سبق أن حددناه بشأن تزايد درجة المخـاطرة المالية بتزايد الرافعة المالية وبالتالي ارتباط المنـشأة بقيمـة كبيرة من فوائد التمويل فيمكننا من خلال فحص محتويـات الجدول السابق أن نؤكد على انعدام المخاطرة الماليـة فـي المنشأة **س**، وتواجدها في المنشأة.

والآن يمكننا التثبت من هذه النتيجة من خلال الاتجاه إلى مجال القياس الكمي لدرجة المخاطرة المالية فـي كـل مـن المنشأتين موضع التحليل وذلك على الوجه التالي:

إلى الفهرس

- **بالنسبة للمنشأة س: انظر معي إلى المعادلة التالية:**

$$\frac{\text{٤٠,٠٠٠}}{\text{٤٠,٠٠٠ . صفر}} = \text{١}$$

*** بالنسبة للمنشأة ص: انظر معي أيضا إلـ.ـى المعادلـ.ـة التالية:**

$$\frac{\text{٤٠,٠٠٠}}{\text{٤٠,٠٠٠ .} \quad \text{١٠,٠٠٠}} = \text{١,٣}$$

وبتفسير المعادلتين السابقتين ومطابقة محتوياتهما بالجدول السابق يمكننا وبسهولة صياغة النموذج التالي:

$$\text{د. م. م} = \frac{\text{ص}}{\text{ص . ف}} \quad \text{........ (٤)}$$

أي أن:

$$\text{درجة المخاطرة المالية} = \frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{صافي ربح التشغيل . فوائد التمويل}}$$

وتفسير النتائج التي توصلنا إليها باستخدام هذا النمـ.ـوذج رقم (٤) تنحصر فيما يلي:

إلى الفهرس

- **بالنسبة للمنشأة س:** والتي تتصف بانعـدام درجـة المخاطرة المالية من خلال ارتباطها بدرجة مخاطرة مالية قدرها واحد صحيح والتي تعني أن أي تحـرك في قيمة صافي ربح تشغيلها (±) عن قيمتـه وقـت القياس سوف يقابلها تحركًا مماثلاً (±) فـي قيمـة صافي الربح القابل للتوزيع.

أي أن تحرك قيمة صافي ربح التشغيل والتي تبلـغ ٤٠ مليون جنيه في نهاية عام ١٩٩٣ نحو الزيـادة أو الـنقص بمعدل ١٠ % مثلاً في عام ١٩٩٤ سوف يترتب عليه تحرك قيمة صافي الربح القابل للتوزيع بمعدل ١٠ % أيضا (±).

ومن الواضح أيضا أننا قد تعمدنا تثبيت معدل التغير فـي قيمة صافي ربح التشغيل (Δ ح/) والذي وجدناه أكبـر فـي المنشأة **ص** عنه في المنشأة **س** وهو الأمر الذي يرجع إلـى استخدام المنشأة **ص** لرافعة مالية ٥٠ % في الوقت الـذي لا تستخدم فيه المنشأة **س** الرافعة الماليـة أو المتـاجرة علـى الملكية.

ويمكننا الآن استخدام النتائج السابقة والتي توصلنا إليهـا في عرض ما يلي:

* بالنسبة للمنشأة س . . > $\frac{\pm 10\ \%}{\pm 10\ \%} = 1$

* بالنسبة للمنشأة ص . . > $\frac{\pm 13\ \%}{\pm 10\ \%} = 1{,}3$

ومن الواضح أننا في مجال عرض نموذج آخـ.ـر لقيـ.ـاس درجة المخاطرة المالية والذي يمكن عرضه علـ.ـى الوجـ.ـه التالي:

$$\text{د. م. م} = \frac{\Delta\ \text{ح}^{/}}{\Delta\ \text{ص}^{/}} \quad \dots\dots\dots\dots (5)$$

أي أن:

$$\text{درجة المخاطرة المالية} = \frac{\text{معدل التغير في قيمة صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع}}{\text{معدل التغير في قيمة صافي ربح التشغيل}}$$

ويستخدم هذا النموذج في قياس درجة المخاطرة الماليـ.ـة من قائمتي دخل.

ويمكننا الآن إعادة صياغة النموذج رقـ.ـم (٥) بـ.ـضرب طرفيه في وسطيه لنحصل على النموذج التالي:

$$\Delta\ \text{ح}^{/} = \text{د. م} \times \Delta\ \text{ص}^{/} \quad \dots\dots\dots\dots\dots\dots (6)$$

حيث إن:

معدل التغير الموقع في درجة المخاطر معدل التغير المتوقع في قيمة صافي الربح (الخسارة) = المالية × قيم. ة صافي ربح التشغيل القابل للتوزيع.

ومن الواضح أن هذا النموذج يتشابه مع النموذج رقم (٣) من حيث استخدامه في مجال التنبؤ المستقبلي وه. و الأم. ر الذي يمكن توضيحه من خ. لال توس. يع قاع. دة المناق. شة المرتبطة بالمنشأتين **س، ص** مع استخدام النتائج التي سب. بق أن توصلنا إليها عند عرضنا لمخاطرة الأعمال، وعلى ذل. ك فلقد رأينا أن نعيد على القارئ ذات السؤالين السابق طرحهما في المجال المذكور.

ونعيد تذكير القارئ بالسؤال الأول والمتعلق بتحدي. د أفضلية المنشأة **س** عن المنشأة **ص** ومدى صحته فيما لو كان هناك توقع لحالة رواج اقتصادي ف. ي ع. ام ١٩٩٤ يحدث زيادة متوقعة في مبيعات كل منهما بمعدل ٤٠ %.

والواقع أننا قد رأينا وفي اتجاه محاولة تعظ. يم اس. تفادة القارئ واكتسابه لمهارة وحساسية التحلي. ل أن نلج. أ إل. ى استخدام النتائج التي سبق لنا التوصل إليها من خلال تطبي. ق النموذج رقم (٢) في مجال عرضنا لمفهوم ونم. اذج قي. اس

مخاطرة الأعمال كنقطة بداية لإجابة السؤال المذكور وذلـك على الوجه التالي:

*** بالنسبة للمنشأة س:**

Δ ص/ لعام ٩٤ = ٢ × ٤٠ % = ٨٠ %.

ولقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة **س** وفي ظل ارتباطهـا بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة فـإن سـيادة حالـة الرواج الاقتصادي المتوقعة في عام ١٩٩٤ والتي ستزيد من قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠ % ستؤدي إلى اتجاه قيمة صـافي ربح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل ٨٠ %، وهنا سـتمثل هـذه النتيجة وفي مجال المخاطرة المالية متغيرا مستقلاً وبالتـالي يصبح التساؤل الآن عما يمكن أن يحدث للمنشأة **س** بالنسبة لصافي ربحها القابل للتوزيع كرد فعل للمتغير المذكور وهو Δ ص = ٨٠ %.

وهنا سنتجه لاستخدام النموذج رقـم (٦) علـى الوجـه التالي:

Δ ح/لعام ٩٤ = د. م. م × Δ ص/.

Δ ح/لعام ٩٤ = ١ × ٨٠ % = ٨٠ %.

وتعني هذه النتيجة أن صافي الربح القابل للتوزيع سـوف

يتجه نحو الزيادة في عـام ١٩٩٤ بمعـدل ٨٠ % كنتيجـة لاتجاه صافي ربح التشغيل للزيادة المتوقعة بمعـدل ٨٠ %، أي أن تحول قيمة صافي ربح التشغيل من ٤٠ مليون جنيـه في عام ١٩٩٣ إلى ٧٢ مليون جنيه في عام ١٩٩٤ ستؤدي إلى تحول قيمة صافي الربح القابل للتوزيع من ٣٢ مليـون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ٥٧,٦ مليون جنيه في عام ١٩٩٤.

هذا ويمكننا إظهار هذه النتائج من خلال الحسابات التـي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

المنشأة (س)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	الموقف الحالي نهاية ١٩٩٣	الموقف الموقع عن عام ١٩٩٤	معدل التغير
ص	٤٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠	Δ ص = ٨٠ ٥
ف	(صفر)	(صفر)	
صافي ربح قبل الضرائب	٤٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠	
. ضرائب ٢٠ %	(٨٠٠)	(١٤٤٠٠)	
صافي ربح بعد الضرائب	٣٢,٠٠٠	٥٧٦٠٠	
. توزيعات أسهم ممتازة	.	.	
ح	٣٢٠٠٠٠	٥٧٦٠٠	Δ ح = ٨٠ %

* **بالنسبة للمنشأة ص:**

Δ ص/ لعام ١٩٩٤ = ٢,٤ × ٤٠ % = ٩٦ %.

ولقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة **ص** وفي ظل ارتباطه.ا بدرجة مخاطرة ا'مال قدرها ٢,٤ درجة، فإن سـ.يادة حالـ.ة الرواج الاقتصادي المتوقعة في عام ١٩٩٤ والتي ستزيد من قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠ % ستؤدي إلى اتجاه قيمة صـ.افي ربح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل ٩٦ %، حيث سـ.تمثل هـ.ذه النتيجة متغيرا مستقلاً في مجال المخاطرة المالية الأمر الذي يحول التساؤل إلى ما يمكن أن يحدث للمنـ.شأة ص بالنـ.سبة لصافي ربحها القابل للتوزيع كرد فعل للمتغير المذكور وهو Δ ص = ٩٦ % الأمر الذي سـ.يوجهنا أيـ.ضا لاسـ.تخدام النموذج رقم (٦) على الوجه التالي:

Δ ح/ لعام ١٩٩٤ = ج. م. م خ Δ ص/.

∴ Δ ج لعام ١٩٩٤ = ١,٣ × ٩٦ % = ١٢٥ %.

وتعني هذه النتيجة أنه وفي ظـ.ل ارتبـ.اط المنـ.شأة ص بدرجة مخاطرة مالية ١,٣ درجة نتيجـ.ة لاعتمادهـ.ا علـ.ى استخدام الرافعة المالية وبمعدل ٥٠ % في تمويل استثماراتها فإن صافي الربح القابل للتوزيع سوف يتجه نحو الزيادة فـ.ي

عام ١٩٩٤ بمعدل ١٢٥ % كنتيجة لاتجـاه صـافي ربـح التشغيل للزيادة المتوقعة بمعدل ٩٦ %، أي أن تحول قيمـة صافي التشغيل من ٤٠ مليون جنيه في عام ١٩٩٣ إلى ٧٨ مليون جنيه في عام ١٩٩٤ ستؤدي إلى تحول قيمة صـافي الربح القابل للتوزيع من ٢٤ مليون إلى ٥٤,٤ مليون جنيـه في عام ١٩٩٤.

هذا ويمكننا إظهار هذه النتائج من خلال الحسابات التـي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

المنشأة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	الموقف الحالي نهاية ١٩٩٣	الموقف الموقع عن عام ١٩٩٤	معدل التغير
ص	٤٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠	Δ ص = ٩٦ %
ف	(١٠,٠٠٠)	(١٠,٠٠٠)	
صافي ربح قبل الضرائب	٣٠,٠٠٠	٦٨,٠٠٠	
. ضرائب ٢٠ %	(٦٠٠٠)	(١٣٦٠٠)	
صافي ربح بعد الضرائب	٢٤٠٠٠	٥٤٤٠٠	
. توزيعات أسهم ممتازة	.	.	
ح	٢٤,٠٠٠	٥٤,٠٠٠	Δ ح = ١٢٦ %

وبالمقارنة بين موقف المنشأتين **س، ص** يتأكد لنا أن المنشأة **ص** التي تستخدم الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقًا في تمويل استثماراتها ستكون في موقف نسبي أفضل من المنشأة **س** التي لا تستخدم الديون في تمويل استثماراتها وذلك؛ فيما يتعلق برد الفعل الإيجابي على صافي الربح القابل للتوزيع والناتج عن اتجاه قيمة صافي ربح التشغيل نحو الزيادة والناتجة من زيادة المبيعات، وهو الأمر الذي يؤكد ما سبق أن أشرنا إليه من حيث جدوى استخدام الرافعة المالية في ظل الحالات الاقتصادية الجيدة والممتازة حيث تؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال.

وفيما يتعلق بالسؤال الثاني والمتعلق بالمقارنة بين موقف المنشأتين **س، ص** وعن أيهما ستكون أفضل حالاً فيما لو كان هناك توقع لحالة كساد اقتصادي في عام ١٩٩٤ يحدث انخفاضا متوقعا في قيمة مبيعات كل منهما بمعدل ١٥ %؟

والواقع أننا في حالة تأكد تام الآن من قدرة القارئ على تحديد الإجابة واتجاهها في ضوء كل ما سبق أن ذكرناه عند تناولنا للموقف المقارن في حالة الرواج الاقتصادي المتوقع،

حيث تتمثل الإجابة في أن المنـشأة **س** والتـي لا تـستخدم الرافعة المالية في تمويل استثماراتها ستكون في موقف نسبي أفضل من المنشأة **ص** والتي تستخدم رافعة مالية ٥٠ % في تمويل استثماراتها وذلك فيما يتعلق برد الفعل السلبي علـى صافي الربح القابل للتوزيع. والناتج عن اتجاه قيمة صـافي ربح التشغيل نحو الانخفاض الناتج عن اتجاه المبيعات نحـو الانخفاض والذي يمثل انعكاسا لحالـة الكـساد الاقتـصادي المتوقع وهو الأمر الذي يؤكد ما سبق أن أشرنا إليـه مـن حيث عدم جدوى استخدام الرافعة المالية في ظـل الحـالات الاقتصادية العادية والسيئة، حيث يؤدي اسـتخدام الرافعـة المالية إلى التأثير السلبي على قيمة المنشأة والمتمثـل فـي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال وتعرضها لمواقف الحرج المالي وإمكانية وقوعها داخل دائرة الفشل المالي.

ونعتقد أن القارئ سيقوم بإعداد الجـدول التـالي لتأكيـد النتيجة المذكورة.

إلى الفهرس

جدول رقم (٧)

(القيمة بالألف جنيه)

منشأة / بيان	س: الوقف الحالي في نهاية عام ٩٤	س: الوقف المتوقع في نهاية عام ٩٤	س: معدل التغير	ص: الوقف الحالي في نهاية عام ٩٤	ص: الوقف المتوقع في نهاية عام ٩٤	ص: معدل التغير
			Δ ص‾ = -٣٠٪			Δ ص‾ = -٣٦٪
ص	٤٠٠٠٠	٢٨٠٠٠	↓	٤٠٠٠٠	٢٥٧٥٠	↓
- ف	(صفر)	(صفر)		(١٠٠٠٠)	(١٠٠٠٠)	
صافي ربح قبل الضرائب	٤٠٠٠٠	٢٨٠٠٠		٣٠٠٠٠	١٥٧٥٠	
- ضرائب ٢٠٪	(٨٠٠٠)	(٥٦٠٠)		(٦٠٠٠)	(٣١٥٠)	
صافي ربح بعد الضرائب	٣٢٠٠٠	٢٢٤٠٠٠		٢٤٠٠٠	١٢٦٠٠	
توزيعات الأسهم ممتازة	-	-		-	-	
صافي الربح القابل للتوزيع (ع)	٣٢٠٠٠	٢٢٤٠٠	Δ ع‾ = -٣٠٪	٢٤٠٠٠	١٢٦٠٠	Δ ع‾ = -٤٧٪

إلى الفهرس

وتؤكد محتويات هذا الجدول المقارن أن المنـشأة **س** غيـر المقترضة في موقف أفضل من المنشأة **ص** التي تعتمد على تمويل استثماراتها بمعدل ٥٠ % من قيمة مصادر تمويلهـا المتاحة بالقروض وذلك في ظل الحالة الاقتصادية الـسيئة، هذا ويمكن للقارئ التوصل إلى نفس النتائج النهائيـة التـي يوضحها هذا الجدول من خلال استخدامه للنموذج رقـم (٦) على الوجه التالي:

*** بالنسبة للمنشأة س:**

Δ ح/ لعام ١٩٩٤ = د. م. م × Δ ص/.

= ١ × ٣٠ % = . ٣٠ %.

*** بالنسبة للمنشأة ص:**

Δ ح/ لعام ١٩٩٤ = د. م. م × Δ ص/.

= ١,٣ × . ٣٦ % = . ٤٧ %.

المخاطرة الكلية والمـدخل المقتـرح لتحليـل الهيكل التمويلي:

لقد عرضنا وحتـى الآن تفـصيلا لمخـاطرة الأعمـال والمرتبطة بدائنية التشغيل وكذلك للمخاطرة المالية المرتبطة

بدائنية التمويل وبشكل منفصل، حيث إن هناك مقياسا شاملاً يجمع بينهما، حيث يفيد هذا المقياس الـ.شامل فـ.ـي صد.ناعة القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي Financial mix للمنشأة بالإضافة إلى تقييمه والحكم على مدى سلامته بعد إقراره وهذا ببساطة يمثـ.ل مـ.دخلنا المقتـ.رح والـ.ذي سنعرض له تفصيلاً بعد حسمنا لقـ.ضية المخـ.اطرة الكليـ.ة والنماذج المستخدمة في قياسها والتي رأينا أن نعرض لهـ.ا من خلال استرجاعنا لأهم البيانات التي سبق أن عرضـ.ناها عند مناقشتنا لمخاطرتي الأعمال والماليـ.ة والتـ.ي تخـ.ص المنشأتين س، **ص** والتي نعيد عرضها على النحو التالي:

جدول رقم (٨)

(القيمة بالجنيه)

بيان	المنشأة س	المنشأة ص
قيمة المبيعات (ع)	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠
. ت م	(٢٠,٠٠٠)	(٥٠٠٠)
صافي ربح التشغيل (ص)	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠
. ف	(صفر)	(١٠,٠٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع (ح)	٣٢,٠٠٠	٢٤,٠٠٠

وباستعراضنا للبيانات التي يتـ.ضمنها الجـ.دول الـ.سابق يلاحظ أننا قد أهملنا في عرضنا كل من تكـ.اليف التـ.شغيل الثابتة . قيمة الضرائب وتوزيعات أرباح الأسهم الممتـ.ازة في الوقت الذي أبقينا فيه على البيانات التي تلزمنا في هـ.ذا المجال فقط والمتمثلة في الجدول المبسط التالي والـ.ذي تـ.م تكوينه من البيانات المتاحة في الجدول السابق.

جدول رقم (٩)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	المنشأ س	المنشأ ص
درجة مخاطرة الأعمال (د. م. ع) = ع . ت م . . . . ص	٢ درجة	٢,٤ درجة
درجة المخاطرة المالية = ص ص . ف	١ درجة	١,٢٣ درجة
درجة المخاطرة الكلية (د. م. ك) ع . ص = ت م ×	= ٢ درجة = ٢ × ١ ١٠٠,٠٠٠ . = ٢٠,٠٠٠	= ٣,٢ درجة = ٢,٤ × ١,٣٣ ١٠٠,٠٠٠ = ٥٠٠٠ .

ص ص . ف = ح . م / ص . ف	٤٠,٠٠٠ . صفر	٤٠,٠٠٠ . ١٠,٠٠٠

ومن الواضح أننا قد توصلنا إلى درجة المخاطرة الكليـ.ة عن طريق ضرب درجة مخـ.اطرة الأعمـ.ال فـ.ي درجـ.ة المخاطرة الكلية وذلك من خلال النموذج النهائي التالي:

$$\text{د. م. ك} = \frac{\text{ع . ت م}}{\text{ص . ف}} \quad \text{........} \quad (٧)$$

أي أن:

$$\text{درجة المخاطرة الكلية} = \frac{\text{قيمة المبيعات . تكاليف التشغيل المتغيرة}}{\text{صافي ربح التشغيل . فوائد التمويل}}$$

وحيث إننا في حالة تأكد رياضي على الأقل الآن من كون المخاطرة الكلية هي حاصل ضرب درجتي مخاطرة الأعمال والمالية فيمكننا التوصل إلى نمـ.وذج آخـ.ر لقيـ.اس درجـ.ة المخاطرة الكلية من خلال حاصل ضرب النمـ.وذجين رقـ.م (٢)، (٥) في بعضهما وذلك على الوجه التالي:

د. م ك = د. م. ع × د. م. م

$$= \frac{\Delta \text{ص}'}{\Delta \text{ع}} \times \frac{\Delta \text{ح}}{\Delta \text{ص}} = \frac{\Delta \text{ح}}{\Delta \text{ع}} \quad ... \quad (٨)$$

إلى الفهرس

أي أن:

$$\text{درجة المخاطرة الكلية} = \frac{\text{نسبة التغيير في قيمة صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{نسبة التغير في قيمة المبيعات}}$$

ويلاحظ أن درجـ.ـة المخـ.ـاطرة الكليـ.ـة بهـ.ـذه الـ.ـصورة الموضحة تجعل من التغير في المبيعات متغيـ.ـرا مـ.ـستقلاً، والتغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع متغيرا تابعا.

وعلى ذلك فإن مفهوم درجة المخاطرة الكلية تعني درجة حساسية صافي الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعا للتغير في قيمة المبيعات، ومن المنطقـ.ـي أن هـ.ـذه الحـ.ـساسية تعنـ.ـي المخاطرة الكلية Total risk حيث تكون دلالة التغيـ.ـر ذات مغزى أكبر بالنسبة لصافي الأربـ.ـاح القابلـ.ـة للتوزيـ.ـع، أو بالنسبة للأرباح السهم العادي، حيث إن الربط بـ.ـين نـ.ـوعي المخاطرة، يزيد من التشتت والمخـ.ـاطرة المحتملـ.ـة للـ.ـسهم العادي. وعلى ذلك فإن المهمة الأساسية للمدير المالي عنـ.ـد تصديه لاتخاذ القرار التمـ.ـويلي المتعلـ.ـق بتكـ.ـوين المـ.ـزيج التمويلي هي محاولة تخفيض درجة المخاطرة الكليـ.ـة بقـ.ـدر الإمكان لكي تصل إلى المستوى المناسب، والواقع أن المهمة المذكورة تمثل المشكلة الأساسية التي تواجه المدير المـ.ـالي في هذا المجال.

هذا ويمكننا تطوير النموذج السابق عرضه رقم (٨) لكي يتلاءم مع استخدامات التنبؤ كما عرضنا للنماذج السابقة لكي يظهر على الوجه التالي:

Δ ح/ = د/. م. ك × Δ ع/......................... (٩)

وباستخدام هذا النموذج من خلال تطبيقه علـى البيانـات المتاحة عن المنشأتين **س، ص** في مجال التنبـؤ المـستقبلي المحصور في حالتي الرواج والكساد الاقتـصادي المتوقـع يمكننا توضيح ما يلي:

- **حالة الرواج الاقتصادي المتوقع في عام ١٩٩٤** (Δ ع = + ٤٠ %):
- **بالنسبة للمنشأة س:**

Δ ح (لعام ١٩٩٤) = ٢ × ٤٠ % = ٨٠ %.

وتعني هذه النتيجة أنه في ظل ارتباط المنشأة س بدرجـة مخاطرة كلية ٢ درجة فإن الزيادة المتوقعة في قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠ % سوف ينتج عنها زيادة في قيمة صافي الأرباح القابلة للتوزيع بمعدل ٨٠ %.

* **بالنسبة للمنشأة ص:**

Δ ح/ (لعام ١٩٩٤) = ٢,٤ × ٤٠ % = ٩٦ %.

حيث تعني هذه أنه وفي ظل ارتباط هذه المنشأة بدرجـة مخاطرة كلية ٢,٤ درجة فإن الزيادة المتوقعـة فـي قيمـة مبيعاتها بمعدل ٤٠ % سوف ينتج عنها زيـادة فـي قيمـة صافي أرباحها القابلة للتوزيع بمعدل ٩٦ %.

وتأكيدا لحرصنا الواضح على تدعيم مهارة القارئ فـي التحليل والاستنتاج وذلك في اتجاه الهدف الأساسي المتمثـل في إيجاد المحلل المالي الفعال فسوف نلجأ إلى تفسير هـذه النتيجة التي توصلنا إليها أخيرا باستخدام النموذج رقـم (٩) وذلك من خلال استرجاع ما سبق تطبيقه باستخدام النموذجين رقم (٣)، (٦) وذلك على الوجه التالي:

*** بالنسبة للمنشأة س:**

∵ Δ ص/ = د. م. ع × Δ ع/........ (نموذج رقم ٣)

∴ Δ ص/ لعام (١٩٩٤) = ٢ × ٤٠ % = ٨٠ %

∵ Δ ح/ = د. م. م × Δ ص/........ (نموذج رقم ٦)

∴ Δ ح/ لعام (١٩٩٤) = ١ × ٨٠ % = ٨٠ %.

والتفسير المتتابع المعروض يتمثل في أن ارتباط المنـشأة س بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة يعني اتجاه قيمـة صافي أرباح تشغيلها إلى الزيـادة بمعـدل ٨٠ % كنتيجـة

مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقع نحو الزيادة بمعـدل ٤٠ %، وأن عدم ارتباط المنشأة ذاتها بأية درجة مـن درجـات المخاطرة المالية فيعني اتجاه قيمة صافي أرباحهـا القابلـة للتوزيع إلى الزيادة بمعدل ٨٠ % كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة صافي ربح تشغيلها المتوقع نحـو الزيـادة بمعـدل ٨٠ % وكنتيجة غير مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتهـا المتوقـع نحـو الزيادة بمعدل ٤٠ %.

*** بالنسبة للمنشأة ص:**

∵ Δ ص/ = د. م. ع × Δ ع/.

∴ Δ ص/ لعام (١٩٩٤) = ٢,٤ × ٤٠ % = ٩٦ %

∵ Δ ح/ = د. م. م × Δ ص

∴ Δ ح/ لعام ٩٤ = ١,٣ × ٩٦ % = ١٢٥ %.

والتفسير المتتابع أيضا لهذا التطبيق يتمثل في أن ارتبـاط هذه المنشأة بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢,٤ درجة يعنـي اتجاه قيمة صافي أرباح تشغيلها إلى الزيادة بمعـدل ٩٦ % كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقـع نحـو الزيـادة بمعدل ٤٠ %، وأن ارتباطها بدرجة مخاطر ماليـة قـدرها ١,٣ درجة فيعني اتجاه قيمة صافي أرباحها القابلة للتوزيـع

إلى الزيادة بمعدل ١٢٥ % كنتيجة مباشـ.ـرة لاتجـ.ـاه قيمـ.ـة صافي ربح تشغيلها المتوقع نحو الزيـ.ـادة بمعـ.ـدل ٩٦ %، وكنتيجة غير مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتهـ.ـا المتوقـ.ـع نحـ.ـو الزيادة بمعدل ٤٠ %.

وتؤكد التفسيرات المذكورة على أن المخاطرة الكلية هـ.ـي المحصلة النهائية للتفاعل بين نوعي المخـ.ـاطرة وأن درجـ.ـة الحساسية التي تقيسها المخاطرة الكلية

$$\left(\frac{\Delta \text{ح}'}{\Delta \text{ع}} \right)$$

ستكون ذات مغزى أكبر بالنسبة لدلالة التغير في صـ.ـافي الأرباح القابلة للتوزيع أو بالنسبة لأرباح السهم العادي حيث إن الربط بين نوعي المخاطرة

$$\left(\frac{\Delta \text{ص}}{\Delta \text{ع}} \times \frac{\Delta \text{ح}}{\Delta \text{ص}} \right)$$

سيزيد من التشتت والمخاطرة المحتملة لحملـ.ـة الأسـ.ـهم العادية الأمر الذي يؤكد على أن المهمة الأساسـ.ـية للمـ.ـدير المالي وعند تصديه لاتخاذ القرار التمويلي المتعلق بتكـ.ـوين المزيج التمويلي للمنشأة تتمثل في محاولة تخفـ.ـيض درجـ.ـة

المخاطرة الكلية أو زيادتها لكي يصل إلى المستوى المناسب وهو الأمر الذي يعبر تماما عن مـدخل المخـاطرة الكليـة المقترح لتحليل الهيكل التمويلي والذي سنعرض لمـضمونه وكيفية تطبيقه في الجزء التالي مباشرة.

مضمون مدخل المخاطرة الكلية فـي تحليـل الهيكل التمويلي وأسلوب تطبيقه:

الواقع أنه يمكننا التأكيد على أن مضمون المدخل المقترح يتمثل في أهمية اتخاذ القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي المناسب مع إمكانية تعديله في ظل التحكم في درجة المخاطرة الكلية المناسبة للمنشأة موضع التحليل.

والسؤال الآن والذي يفرض نفسه على سـاحة المناقـشة يتجه نحو الدرجة المناسبة للمخاطرة الكلية للمنشأة موضـع التحليل.

وفي هذا المجال ذكر أحد كتاب التمويل [١]: أن المستوى الملائم للمخاطرة الكلية وبـين العائـد المتوقـع، وأن هـذه المقارنة يجب أن تتماشى مع هدف المنشأة.

---

1 – James c. Van home, op, cit., p. 370.

ويلاحظ أن الرأي السابق يتصف بالسطحية ويخلـو مـن العمق، حيث إنه لم يحدد تعريفًا أو مفهوما محددا للمخـاطرة الكلية واكتفى بالتأكيد على أهمية مقارنتها بالعائد المتوقع.

وهناك العديد من الدراسات والأبحاث التي أعدت بهـدف التوصل إلى مفهوم محدد للمـزيج التمـويلي المناسـب أو الرافعة المالية الواجب استخدامها والتي اختلفت فيما بينها في العديد من الأمور أهمها مدى إمكانية وجود هيكل تمويل أمثل لأي منشأة، بالإضافة إلى مدى وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على قيمة المنشأة، وفي إحدى الدراسات التي ظهرت في عام ١٩٥٩ [١] والتي تضمنت مدخلين لتـأثير الرافعـة المالية على قيمة المنشأة أولهما مدخل صافي الربح والـذي يعتمد على فرض أساسي وهو انعدام تأثير الرافعـة الماليـة على كل من معدل خصم القـروض ومعـدل خـصم حـق الملكية، وأن هيكل التمويل الأمثل يتحدد عندما يتكـون مـن أموال مقترضة فقط والتي تتصف بانخفاض تكلفة التمويـل

---

[1] – D. Durand, The cost of debt ant equity funds or business: Trends and problems of measurement, in the management of corporate capital, ed. E. Solomon (Free press, 1959) pp. 91 – 116.

إلى الفهرس

مقارنة بتكلفة التمويل بالملكية، وأما المدخل الثاني من مداخل الدراسة المذكورة فهو مدخل صافي الربح التشغيلي والـ.ذي يقوم على فرض أساسي وهو عدم تأثير الرافعة المالية على معدل خصم القروض وينحصر تأثيرها في ارتفـ.ـاع معـ.ـدل خصم الملكية بزيادة الرافعـ.ـة الماليـ.ـة لأن حملـ.ـة الأسـ.ـهم سيرفعون من معدل خصم أموالهم المملوكة في مواجهة تزايد المخاطرة المالية الأمر الذي سيعني في النهاية ثبات معـ.ـدل الخصم المرجح مهما زادت الرافعة المالية.

ونحن نختلف من هذه الدراسة بمدخليها مـ.ـن حيـ.ـث إن مدخلها الأول يقوم على افتراض نظري غير قابل للتطبيـ.ـق العملي والمتمثل في إمكانية الاعتماد على رافعة مالية ١٠٠ %، وفي الوقت الذي نجد فيه المدخل الثاني لهـ.ـذه الدراسـ.ـة يبدو أكثر واقعية مقارنة بمدخلها الأول، ولكنه وفي التحليـ.ـل النهائي نجد أن هذه الدراسة بمدخليها لـ.ـم تقـ.ـدم أي نظريـ.ـة عملية لتكوين الهيكل التمويلي المناسـ.ـب واقتـ.ـصرت علـ.ـى مجرد تحديد علاقات وصفية بين مصادر التمويل بالملكيـ.ـة والمديونية.

ولقد كان لكل من (M – M) [1] جهودا واضحة في هـ.ذا المجال والتي بدأت بتأكيدهما على إمكانية وجود هيكل تمويل أمثل لأي منشأة يتحدد عند أدنـ.ى نقطـ.ة لتكلفـ.ة التمويـ.ل المرجحة والتي تنخفض كلما زادت الرافعة المالية وذلك إلى حد معين تبدأ بعدها في الارتفاع بسبب ارتفاع تكلفة الـ.ديون حيث تكون المنشأة قد تخطت حد الأمان المطلوب توافره في العلاقة بين الديون وحقوق الملكية، وهو الأمر الـ.ذي يعنـ.ي اتجاههما الواضح للاهتمام بتكلفة التمويـ.ل كمعـ.دل خـ.صم لاستثمارات المنشأة وأن هذا المعدل لا يتأثر بهيكل التمويـ.ل

---

1 – Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American economic review, 48 (June, 1958).

كما ورد في:

- James C. Van Horne, Financial management and policy, (New Jersey 07632, Prentice Hall, inc., Englewood Cliffs, (1980), p. 269.
- M M., "Corporat income Taxes and the cost of capital: A Correction", American economic review, June 1963.

كما ور في:

- Ibid., P. 333.

بمعنى عدم إمكانية استخدام الرافعة المالية في تعظيم قيمـ.ـة المنشأة ولكننا نجدهما وفي مرحلة زمنية لاحقة قد اتجها إلى دراسة العلاقة بين سلوك الهيكل التمويلي وبين قيمة المنـ.ـشأة وهو الأمر الذي يعني تحول وجهة نظرهمـ.ـا نحـ.ـو دراسـ.ـة العلاقة بين تغيرات الهيكل التمويلي وأثره على تدنية تكلفـ.ـة لتمويل وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة وذلك داخل حدود معينـ.ـة لاستخدام الديون.

وفي دراسة أخرى نشرت فـ.ـي عـ.ـام ١٩٩١ [١] والتـ.ـي تناولت مراجعة شاملة لنظريات هيكل التمويل وتوصلت إلى أهمية العناية بالدراسات التطبيقية لتحديد أهم محددات هيكـ.ـل التمويل في بيئات الأعمال المختلفة حيث لا يجـ.ـب تطبيـ.ـق نظرية محددة بعينها على جميع بيئات الأعمال.

وتأكيدا لهذا الاتجاه المذكور فقد سبقه أستاذنا الدكتور سيد الهواري من خلال دراسته التي قدمها عن أنمـ.ـاط الهياكـ.ـل التمويلية في قطاعات النشاط الاقتصادي والتي أكدت علـ.ـى

---

[1] – Harris, M. and Raviv, A. "The theory of capital structure "The Journal of finance (New York, V (46), 1991), P. 303.

إلى الفهرس

وجود أنماط للهياكل التمويلية تختلـف بـاختلاف قطاعـات النشاط الاقتصادي.

وإلى هذا الحد من العرض نجد لزاما علينا أن نتوقف عن عرض مزيد من الدراسات والأبحاث الـسابقة فـي مجـال الهيكل التمويلي حتى لا نخرج عما التزمنا به عند إعداد هذا الكتاب من حيث اقتحام المجال العلمي بشكل مبـسط يـسمح باتساع قاعدة المستفيدين منه، ونشير إلى أن مدخلنا المقترح قد تم نشره من خلال بحث علمي في عام ١٩٩٢ [1] يمكـن للقارئ أن يطلع عليه في حالة رغبته في التوسع المعرفـي والتطبيقي.

هذا ويعتمد مدخلنا المقترح على تحديدنا الـدقيق لدرجـة المخاطرة الكلية (ن. م. ك) وطبيعة العلاقة بين متغيريها (د. م. ع)، (د. م. م) حيث رأينا أن درجة مخـاطرة الأعمـال تمثل متغيرا مستقلاً في العلاقة المذكورة في حين تمثل درجة

---

[1] – د. نبيل عبد السلام شاكر، مدخل مقترح لإصلاح الهياكل التمويلية لشركات قطاع الأعمال العام الصناعي، دراسة تطبيقية علـى قطـاع الأعمال العام لصناعة الغزل والنـسيج، المجلـة العلميـة للاقتـصاد والتجارة، كلية التجارة . جامعة عين شمس، العدد الأول ١٩٩٢.

المخاطرة المالية متغيرا تابعا وذلك فيما يخص طبيعة العلاقة بينهما والتي تساهم بشكل مؤثر في صناعة القرار الخـاص بتكوين المزيج التمويلي ومتابعته، حيث يجب أن يهتم المدير المالي بالربط بين نوعي المخاطرة بعدد من الطرق المختلفة، حتى يتمكن من تحديد الدرجة المرغوبة من المخاطرة الكلية للمنشأة، وذلك داخل إطار تثبيته لدرجة مخـاطرة الأعمـال وافتراض عدم القدرة على تعديلها حيث يتحكم في متغيرهـا المستقل (المبيعات) عوامل عديـدة أهمهـا تطـور موقـف المنافسين واتجاه النشاط الاقتـصادي العـام... إلـخ. هـذا بالإضافة إلى أن تكاليف التشغيل الثابتة ومدى جوهريتها في المنشأة – موضع التحليل – والتي تحدد وبشكل مباشر درجة مخاطرة الأعمال والتي تتوقف على طبيعة نشاطها والتي قد يحتم أن تكون ذات قيمة نسبية كبيرة وفي نفس الوقت وفـي مجال نشاط آخر قد نجد أنه من الطبيعي أن تكون ذات قيمة نسبية منخفضة، هذا في الوقت الذي تتعامل فيه مع درجـة المخاطرة المالية على أنها متغير يمكن للمدير المالي التحكم فيه حيث سبق أن أوضحنا أنها تبدأ في التواجد بقرار تمويلي باستخدام الرفعة المالية يمكن التحكم فيه.

ومما سبق يمكننا القول بأن المدير المالي يجب أن يحـ.دد ما يدخل في نطاق تحكمه (درجة المخاطرة المالية) في ضوء ما يخرج عن نطاق تحكمه (درجة مخاطرة الأعمال) وبمعنى أكثر تحديدا ضرورة تصديه للتحكم في درجـ.ة المخـ.اطرة المالية في ضوء درجة مخاطرة الأعمال المتواجدة أو التـ.ي تفرض طبيعة النشاط تواجدها بالإضافة إلى درجة المخاطرة الكلية المقبولة في النشاط الذي تمارسه المنشأة بالفعل. وهـ.و الأمر الذي يحتم عليك لإمكانية استخدام المـ.دخل المقتـ.رح وممارسته عمليا أن يفتح الباب على مـ.صراعيه للبـ.احثين والعلماء في مجال التمويل بإعداد الدراسات والبحوث العلمية التطبيقية على مختلف أنواع ومجالات النـ.شاط الاقتـ.صادي لتحديد الأنماط المعيارية لكل مجـ.ال والمرتبطـ.ة بـ.درجتي مخاطرة الأعمال والمخاطرة الكلية استرشادا بالدراسة التـ.ي قمنا بإعدادها.

وفي هذا المجال ننوه إلى أننا قد تصدينا للمبادأة باقتحـ.ام هذا الاتجاه من خلال الدراسة التي سبق الإشارة إلى إعدادنا لها في عام ١٩٩٢ والتي تمثلـ.ت فـ.ي التـ.صدي لمحاولـ.ة التوصل إلى معايير نمطية تعكس القرار التمـ.ويلي الملائـ.م

إلى الفهرس

للنشاط الأمثل لصناعة الغزل والنسيج في مصر واسـ.تخدام هذه المعايير في إصلاح الهياكل التمويلية للشركات المكونـ.ة للقطاع المذكور داخل إطار الحصر الشامل لها.

ولقد تضمنت دراستنا التعامل مع أربعة متغيرات مستقلة (4 X s) وعلاقاتها مع متغيـ.رين تـ.ابعين (2 y s) حيـ.ث انحصرت المتغيرات المستقلة الأربعة في كل من: مخـ.اطرة الأعمال . المخاطرة المالية . نـ.سبة الرافعـ.ة الماليـ.ة . المخاطرة الكلية والتي أعطيت الرموز x 32, x 4, x 3, x 2 على التوالي.

في حين انحصر المتغيران المستقلان في كل من معـ.دل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية والتـ.ي أعطيت الرموز y 2, y 1 على التوالي.

ولقد بدأت الدراسة بالتأكد من وجود ارتبـ.اط إحـ.صائي جوهري بين كل متغير تابع وبين كل من المتغيرات المستقلة الأربعة والتي وجدنا أنها متواجدة الأمر الذي نتج عنه اعتماد الدراسة على التعامل مع أربعة دوال خطته وهي:

الدالة الأولى:

معدل العائد على الأصول = دالة (مخـاطرة الأعمـال، المخاطرة المالية، نسبة الرافعة المالية) والتي تم التعامل معها إحصائيا على النحو التالي:

$$\hat{Y}1 = a + \beta\, 23\, x23 + \beta\, 4\, x\, 4$$

وبتشغيل هذه الدالة على البرنامج الإحـصائي للحاسـب الآلي والمتمثل في أسلوب الانحدار المتدرج ظهـرت فـي صورتها النهائية على الوجه التالي:

$$\hat{Y}1 = a + \beta\, 4\, x\, 4$$

$$\hat{Y} = -\ 267{,}12368 = 3.98563\ x\ 4$$

$$(8.23762)$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩١,٧٩ % وتعنـي هـذه الصورة النهائية للدالة الأولى أن نسبة الرافعة الماليـة هـي أكثر المتغيرات المستقلة تأثيرا علـى معـدل العائـد علـى الأصول في شركات الغزل والنسيج الناجحة.

الدالة الثانية:

معدل العائد على الأصول = دالة (المخاطرة الكلية، نسبة الرافعة المالية)

والتي تم التعامل معها إحصائيا على النحو التالي:

$$\hat{Y}1 = a + \beta\ 23\ x\ 23 + \beta\ 4\ x\ 4$$

وظهرت هذه الدالة بعد تشغيلها على الصورة التالية:

$$\hat{Y}\ 1 = -\ 45.26459 - 0.10775\ x_{23} + 0.83695\ x\ 4$$
$$(-\ 2.59913)\quad (3.02413)$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2)% ٨٨,٥١

وتعني هذه الصورة النهائية للدالة الثانية أن كل مـ.ـن نـ.ـسبة الرافعة المالية والمخاطرة الكلية لهما تأثيرهمـ.ـا الجـ.ـوهري على معدل العائد على الأصول في شركات الغزل والنـ.ـسيج الناجحة.

الدالة الثالثة:

معدل العائد على حق الملكية = دالة (مخاطرة الأعمال، المخاطرة المالية، نسبة الرافعة المالية) والتي تم التعامل معها إحصائيا على النحو التالي:

$$\hat{Y}\ 2 = a + \beta\ 2\ x\ 2 + \beta\ 3\ x\ 3 + \beta\ 4\ x\ 4$$

وظهرت هذه الدالة بعد تشغيلها على النحو التالي:

$$\hat{Y}\ 2 = 46.62502 - 0.23373\ x\ 2 + 0.85698\ x\ 4$$
$$(-\ 3.47940)\quad (4.37100)$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٣,٣ %.

وتعني هذه الصورة النهائية للدالة الثالثة أن كلا من مخاطرة الأعمال ونسبة الرافعة المالية لهما تأثيرهما الجوهري علـ.ى معدل العائد على حقوق الملكية في شركات الغزل والنـ.سيج الناجحة.

الدالة الرابعة:

معدل العائد على حق الملكية = دالة (المخاطرة الكلية، نسبة الرافعة المالية) والتي تم التعامل معها إحصائيا على النحـ.و التالي:

$$\hat{Y}\,2 = a\,\beta\,23\,x\,23 + \beta\,4x\,4$$

وظهرت هذه الدالة بعد تشغيلها على الصورة التالية:

$$\hat{Y}\,2 = -\,205.40628 - 0.20722\,x_{23} + 3.12927\,x_{4}$$

$$(-\,2.64302)\quad(6.24692)$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٥,٦٨ % حيث تعنـ.ي فـ.ي صورتها الموضحة أن كل من درجة المخاطرة الكلية ونسبة الرافعة المالية لهما تأثيرهما الجوهري على معدل العائد على حقوق الملكية في شركات الغزل والنسيج الناجحة.

هذا وقد تم استخدام المتغيرات التابعة التي تحويهـ.ا الـ.دوال الأربع المذكورة بالإضافة إلى المتغيرين المستقلين في تكوين

وتحديد المعايير النمطية المحددة لهيكـل التمويـل الملائـم للشركات التي تعمل في مجال صناعة الغزل والنسيج بمصر والذي يعكس الأداء التمويلي الفعال، الأمر الذي حدد المدخل المقترح في خمس علاقات نمطية بيانها كالآتي:

جدول رقم (١٠)

بيان بحدود العلاقات المكونة

للمدخل المقترح في صناعة الغزل والنسيج بمصر

الحدود النمطية العلاقات المكونة للمدخل المقترح (مرة)	الحدود القصوى والدنيا للعلاقات النمطية بدرجة ثقة ٩٥ % الحد الأقصى للعلاقة	الحد الأدنى للعلاقة
نسبة الرافعة المالية/ معدل العائد على الأصول ($\frac{x_4}{u_1}$)	٥,٨٤ مرة	٤,٩٨ مرة
درجة المخاطرة الكلية/ معـدل العائـد علـى الأصول ($\frac{x_{23}}{y_1}$)	٠,٩١ مرة	٠,١٠ مرة
درجة مخاطرة الأعمال/ معدل العائد على حق الملكية ($\frac{x_2}{y_2}$)	٠,٥٠ مرة	٠,٠٢٨ مرة
نسبة الرافعة المالية/ معدل العائد علـى حـق	٦,٢٧ مرة	٤,١٦ مرة

إلى الفهرس

الملكية $\left(\frac{x_4}{y_2}\right)$		
درجة المخاطرة الكلية/ معدل العائد على حـ.ق الملكية $\left(\frac{x_4}{y_2}\right)$	١,٠١٠ مرة	٠,٠٦٣ مرة

هذا وقد تم استخدام الحدود النمطية المعيارية والتي يتضمنها الجدول السابق في إصلاح الهياكل التمويلية لشركات القطاع موضع التطبيق.

وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى أهمية تبني الشركة القابضة لصناعة الغزل والنسيج بمصر لنتائج دراستنا هذه من خلال الاستفادة المباشرة من نتائجها في مجالي تكوين الهياكل التمويلية للشركات الجديدة وإصلاح الهياكل التمويلية للشركات القائمة، مع أهمية استفادة قطاعات النشاط الأخرى من هذه الدراسة من خلال تطبيق أسلوبها على بياناتها الفعلية.

وفي النهاية ولمزيد من التوضيح والتبسيط نعرض للحالة الافتراضية التالية كما ظهرت في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣.

منشأة يبلغ إجمالي أصولها ١٠,٠٠٠ جنيه، تستخدم رافعة مالية معدلها ٦٠ %، معدل الضريبة ٥٠ % (للتبسيط)، تبلغ

إلى الفهرس

قيمة المبيعات ١٢,٠٠٠ جنيه، تكاليف التشغيل تمثل ٥٠ % من قيمة المبيعات، تكاليف التشغيل المتغيـرة ١٠ % مـن المبيعات، معدل فوائد التمويـل ٢٥ %، توزيعـات أربـاح للأسهم الممتازة تبلغ ٥٠٠ جنيه، درجة المخـاطرة الكليـة المقبولة في النشاط ٢ درجة.

والسؤال الآن: هل يمكننا استخدام هذه البيانات في تقيـيم الهيكل التمويلي لهذه المنشأة مع إبداء الـرأي فـي إمكانيـة تعديله إذا تطلب الأمر ذلك؟

وللتعامل مع هذه الحالة الافتراضـية باسـتخدام مـدخل المخاطرة الكلية يجب أن نبدأ بإعداد قائمتي المركز المـالي والدخل للمنشأة وذلك على الوجه التالي:

جدول رقم (١١)

قائمة المركز المالي للمنشأة في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣

جنيه	الأصول	جنيه	الخصوم
		٤٠٠٠ ٦٠٠٠	حقوق ملكية ديون (٢٥ %)
١٠,٠٠٠	إجمالي أصول	١٠,٠٠٠	إجمالي خصوم

جدول رقم (١٢)

قائمة الدخل للمنشأة في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣

جنيه	بيان
١٢,٠٠٠ (١٢٠٠) (٤٨٠٠)	قيمة المبيعات (ع) . ت م ١٠ % ث ث
٦٠٠٠ (١٥٠٠)	صافي ربح التشغيل (ص) . فوائد التمويل
٤٥٠٠ (٢٢٥٠)	صافي ربح قبل الضرائب . ضرائب ٥٠ %
٢٢٥٠ (٥٠٠)	صافي ربح بعد الضرائب . توزيعات أرباح الأسهم الممتازة
١٧٥٠	صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح)

ومن الواضح أننا قد قمنا بإعداد قائمتي المركـ.ز المـ.الي والدخل للمنشأة موضع التحليل بالصورة الموضـ.حة لكـ.ي نتمكن من قياس درجة المخاطرة الكلية الفعلية فـ.ي المنـ.شأة وذلك على الوجه التالي:

د. م. ك = د. م. ع × د. م. م

$$= \frac{١٢,٠٠٠ . ١٢٠٠}{٦٠٠٠} \times \frac{٦٠٠٠}{٤٥٠٠} = ١,٨ \times ١,٣ = ٢,٣٤ \text{ درجة}$$

وحيث إن درجة المخاطرة الكلية الفعلية تتجاوز الدرجـة المقبولة في النشاط فيمكننا القطع بعدم سلامة الهيكل التمويلي للمنشأة (٤٠ % تمويل بالملكية، ٦٠ % تمويـل بالـديون). ولتنفيذ الإجراءات المرتبطة بتعديل الهيكل التمويلي للمنـشأة يجب تنفيذ ما يلي:

... د. م. ك = د. م. ع خ د. م. م

٢٠٠٠ درجة = ١,٨ درجة × س

$$.... \text{س} = \frac{٢}{١,٨} = ١,١$$

ومن الواضح أننا قمنا بتثبيت درجة مخـاطرة الأعمـال والتي تخرج افتراضا عن نطاق تحكمنا على الأقل في مجال هذا العرض المبسط، وينحصر جهدنا في ما توصلنا إليه من أهمية تخفيض درجة المخاطرة المالية من ١,٣ درجة إلـى ١,١ درجة لكي تدخل المنشأة في دائرة المخـاطرة الكليـة المقبولة. وذلك على الوجه التالي:

$$\therefore \text{د. م. م} = \frac{\text{ص}}{\text{ص . ف}}$$

$$\therefore ١,١ = \frac{٦٠٠٠}{٦٠٠٠ - ف}$$

وتعني الصورة الموضحة أهمية التوصل إلى قيمة الفوائد القصوى التي تحصر درجة المخاطرة المالية في نطاق ١,١ درجة في ظل ارتباط المنشأة بصافي ربـ.ح تـ.شغيل قـ.دره ٦٠٠٠ جنيه.

وبالمعالجة الحسابية البسيطة لهذه المعادلة يمكنك التوصل إلى القيمة القصوى لفوائد التمويل والتي تبلغ ٥٤٥ جنيها.

والسؤال الأخير في مجال التوصل إلى الهيكل التمـ.ويلي الملائم لهذه المنشأة ينحصر في تحديد نسبة الرافعة الماليـ.ة المستهدفة والتي لا تخرج عن درجة مخاطرة مالية قـ.درها ١,١ درجة وعن فوائد تمويل لا تتجاوز ٥٤٥ جنيها في ظل معدل فائدة ٢٥ %؟

وللإجابة عن هذا السؤال فيجب أن نعمل الآتي:

$$\therefore \text{معدل الفائدة} = \frac{\text{قيمة الفوائد}}{\text{قيمة القرض}}$$

$$\therefore ٠,٢٥ = \frac{٥٤٥}{س}$$

$$\therefore \text{س (قيمة القرض)} = \frac{٥٤٥}{٠,٢٥} = ٢١٨٠ \text{ جنيها}$$

ويمكننا الآن حصر نتائج تحليلنا للهيكل التمويلي للمنـشأة موضع التحليل في ضرورة تخفيض قيمـة القـروض مـن ٦٠٠٠ جنيه إلى ٢١٨٠ جنيها وتحويل القيمة الزائدة وقدرها ٣٨٢٠ جنيها إلى تمويل إضافي بالملكية الأمر الذي يعنـي وفي التحليل النهائي ضرورة تخفيض الرافعة المالية من ٦٠ % إلى ٢١,٨ %

$$\left(\frac{٢١٨٠}{١٠٠٠٠} \times ١٠٠ \right)$$

إلى الفهرس

برنامج تحليل الهيكل المالي

مفهوم الهيكل المالي Financial structure:

الواقع إن اصطلاح الهيكل المـ.الي مـ.ن الاصـ.طلاحات التمويلية غير المستخدمة في الكتب والمراجع المتخصـ.صة وذلك بالمفهوم الوارد هنا حيث يستخدم هذا الاصطلاح فقـ.ط للتعبير عن ذات المفهوم المرتبط بالهيكل التمـ.ويلي، إلا أن المفهوم المستخدم هنا لاصطلاح الهيكل المالي هو التعبيـ.ر عن مكونات كل من هيكل التمويل وهيكل الأصول ومـ.دى التوافق بينهما فيما يتعلق بآجال الاستحقاقات وطول الفتـ.رة الزمنية للاستثمار والذي يعبر عنه في صورة اصطلاح آخر وهو منهج التغطية Hedging approach والـ.ذي يعنـ.ي ضرورة تمويل كل أصل عن طريق مصدر تمويلي بـ.نفس مستوى الاستحقاق تقريبا.

هذا ويمكننا تأكيد مفهومنا لكل من الهيكل المالي ومـ.دى توافقه من خلال عرضنا للشكل التالي:

شكل رقم (٣)

الهيكل التمويلى	هيكل الأصول
إجمالى مصادر تمويل دائمة %	إجمالى إستخدامات دائمة %
إجمالى مصادر تمويل مؤقتة %	إجمالى إستخدامات مؤقتة %
إجمالى مصادر التمويل ١٠٠%	إجمالى إستخدامات الأموال %

ويلاحظ من محتويات الشكل السابق أن الهيكـل المـالي للمنشأة سيتصف بالتوافق في حالة تطبيقها لمنهج التغطية في التمويل والذي تمثله الأسهم المتصلة والتي تعني أهمية تمويل الاستخدامات الدائمة من مصادر التمويـل الدائمـة وأهميـة تمويل الاستخدام المؤقتة من مصادر التمويل المؤقتة.

ويلاحظ أيضا أن خلل الهيكل المالي للمنشأة والذي يرتبط بعدم تطبيقها لمنهج التغطية في التمويل والذي تمثله الأسـ.ـهم المتقطعة، حيث تتمثل مظاهر الخلل في الهيكل المـ.ـالي فـ.ـي أحد اتجاهين بديلين هما:

- تمويل استخدامات دائمة تتصف بتجميـ.ـد الأمـ.ـوال الموجهة إليها وعدم قابليتها للتحـ.ـول إلـ.ـى النقديـ.ـة بسرعة وسهولة بالإضافة إلـ.ـى ارتباطهـ.ـا بتحقيـ.ـق معدلات عائد مرتفعة على الاستثمار مـ.ـن مـ.ـصادر تمويل مؤقتة والتي تتصف بحتمية سدادها خلال مدة زمنية لا تتجاوز السنة، الأمر الذي سيؤدي حتما إلى التأثير السلبي على موقف السيولة قصيرة الأجل في المنشأة وإلى التأثير الإيجابي على موقف الربحية بها وذلك تأكيدا للتعارض الشهير بين السيولة والربحية.
- تمويل استخدامات مؤقتة تتصف بارتباطها وبـ.ـشكل عام بتحقيق معدلات عائد منخفضة على الاسـ.ـتثمار وخاصة إذا ما كانت طبيعة النشاط ترتبط بمعـ.ـدلات دوران منخفضة من مصادر تمويل دائمـ.ـة والتـ.ـي تتصف بارتفاع معدل تكلفة تمويلها نظرا لاحتوائهـ.ـا

على مصادر التمويل بالملكية الأمر الذي يعكس أثره السلبي على موقف الربحيـة فـي المنـشأة وأثـره الإيجابي على موقف السيولة.

والواقع أن مهمة المدير المالي والتي سبق لنـا التأكيـد عليها تتحصر في صناعة القرارات المالية المرتبطة بالتمويل (تكوين الهيكل التمويلي) والاستثمار (تكوين هيكل الأصول) بشكل سليم يعكس سلامة كل منهما على حدة بالإضافة إلـى إحداث التوافق بينهما بالشكل الذي يصل بالمنشأة إلى إحداث التوازن الأمثل بين السيولة والربحية وذلك في اتجاه تحقيـق الهدف الأساسي المتمثل في تعظيم قيمة المنشأة.

والآن أصبح واضحا أن اصطلاح الهيكل المالي يتـضمن في داخله اصطلاحي هيكل التمويل وهيكل الأصول (هيكـل الاستثمارات) الأمر الذي يجعله أكثر شمولاً من كل منهمـا على حدة.

والسؤال الآن: هل يتم إقرار الهيكل التمويلي بالشكل الذي يتوافق مع هيكل الأصول لكي نصل إلى هيكل مالي متوازن، أم العكس؟ والواقع أن إقرار هيكل أصول معين يمثـل مـن وجهة نظرنا، متغيرا له صفة الاستقلال حيث يرتبط بطبيعة

النشاط الذي تزاوله المنشأة أو النشاط الذي يرغب المشروع المقترح اقتحامه، وبالتالي يصبح إقـرار الهيكـل التمـويلي متغيرا يتصف بالتبعية.

وفي مجال تحليل الهيكل المالي وتحديـد مـدى توازنـه بالمفهوم السابق ذكره نجد أن هناك أسلوبا شائعا في مجـال هذا التحليل، والذي يمكننا أن نطلق عليه الأسلوب التقليدي أو المحاسبي والذي نوضحه كما يلي:

*** المدخل المحاسبي في تحليل الهيكل المالي للمنشأة:**

الواقع أن المدخل المحاسبي الشائع الاستخدام في تحليـل الهيكل المالي يعتمد وبشكل كامل على استخدام قائمة المركز المالي للمنشأة موضع التحليل وهو الأمر الـذي لنـا عليـه تحفظات محددة تقلل إلى حد بعيد من فعالية هـذا الأسـلوب والاستفادة من نتائجه، ونعرض الآن لبيانـات عـن منـشأة افتراضية تمارس النشاط الصناعي في نهاية عـامي ١٩٩٢، ١٩٩٣ وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (١٣)

قائمة المركز المالي المقارن للمنشأة موضع التحليل في نهاية عامي ٩٢، ٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

٢١/١٢/٩٢	٢١/١٢/٩٣	الخصوم	٣١/١٢/٩٢	٣١/١٢/٩٣	الخصوم
٣٠٠	٣٠٠	آلات	٣٠٠	٣٦٠	رأس مال
٣٠	٢٠	أوراق قبض	٩٠	٧٠	سندات
١٠٠	١٠٠	مبانٍ	١٠	٢٠	مخصص ديون مشكوك فيها
١٢٠	٢٥٠	عملاء	١٠	١٠	مجمع إهلاك مبانٍ
١٦٠	١٧٠	أراضٍ	٦٠	٦٠	مجمع إهلاك آلات
			١٠	١٥	مجمع إهلاك وسائل نقل
٥٠	٦٠	نقدية	٤٦	٦٥	مجمع إهلاك أثاث
			٣٠	٤٠	احتياطيات
٦٠	٥٠	مخزون	٦٠	٦٠	أسهم ممتازة
			١٠٠	٨٠	حسابات دائنة
٦٠	١٥٠	وسائل نقل	١٢٠	١٨٠	أرباح مرحلة
			٤٤	١١٠	قروض طويلة الأجل
٢٠	١٠	أوراق مالية	٧٠	١٠	أوراق دفع
			٨٠	١٨٠	قروض قصيرة الأجل
٨٠	١٥٠	أثاث			
٩٨٠	١٢٦٠	إجمالي أصول	٩٨٠	١٢٦٠	إجمالي خصوم

وفي هذا المجال ولكي نتمكن من استخدام أسلوب التحليل المحاسبي للهيكل المالي فيجب أن نعيد عرض قائمتي المركز المالي بالصورة التي سبق توضيحها في الفصل السابق وذلك على الوجه التالي:

إلى الفهرس

جدول رقم (١٤)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للمنشأة موضع التحليل بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل في نهاية عامي ٩٢، ٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

٣١/ ١٢/ ٩٢	٣١/ ١٢/ ٩٣	الأصول	٣١/ ١٢/ ٩٢	٣١/ ١٢/ ٩٣	الخصوم
١٦٠	١٧٠	أراضٍ	٣٠٠	٣٦٠	رأس مال
٩٠	٩٠	صافي مبانٍ	٣٠	٤٠	احتياطيات
٢٤٠	٢٤٠	صافي آلات	١٢٠	١٨٠	أرباح مرحلة
٥٠	١٣٥	صافي وسائل نقل	٤٥٠	٥٨٠	حقوق ملكية
٣٤	٨٥	صافي أثاث	٩٠	٧٠	سندات
٥٧٤	٧٢٠	صافي أصول ثابتة	٦٠	٦٠	أسهم ممتازة
٦٠	٥٠	مخزون	٤٤	١١٠	قروض طويلة الأجل
١١٠	٢٣٠	صافي عملاء	١٩٤	٢٤٠	خصوم طويلة الأجل
٣٠	٢٠	أوراق قبض	٥٠	٨٠	حسابات دائنة
٢٠	١٠	أوراق مالية	٧٠	١٠	أوراق دفع
٥٠	٦٠	نقدية	٨٠	١٨٠	ق. . ..روض قصيرة الأجل
٢٧٠	٣٧٠	أصد. . . .ول متداولة	٢٥٠	٢٧٠	خ. . . .صوم قصيرة الأجل
٨٤٤	١٠٩٠	إجمالي أصول	٨٤٤	١٠٩٠	إجم. . . .الي خصوم

إلى الفهرس

ويلاحظ أننا قد قمنا باستبعاد مجمع إهلاك.ات الأص.ول الثابتة من قيمها الدفترية لإظهارها بقيمتها الصافية بالإضافة إلى استبعاد مخصص الديون المشكوك في تح.صيلها م.ن رصيد العملاء لكي يظهر أيضا بقيمته الصافية هذا بالإضافة إلى إعادة تجميع العناصر المختلفة لجانبي الميزانية في شكل مجموعات رئيسية.

والواقع أن التحليل المحاس.بي للهيك.ل الم.الي وال.ذي سنعرض له حالاً يتعامل مع مصادر التمويل الدائم.ة عل.ى أنها حاصل جمع مجموعتي حقوق الملكية والخصوم طويل.ة الأجل ومع مصادر التمويل المؤقت.ة عل.ى أنه.ا مجم.وع الخصوم قصيرة الأجل (المتداولة).

في الوقت الذي يتعامل فيه مع الاستخدامات الدائمة عل.ى أنها مجموعة الأصول الثابتة ومع الاستخدامات المؤقتة على أنها مجموعة الأصول المتداولة (رأس المال العامل) وه.و الأمر الذي لنا تحفظات عليه سوف نعرض لها ف.ي مج.ال انتقادنا لهذا الأسلوب، والآن يمكننا تكوين الجدول التالي:

جدول رقم (١٥)

بيان بالتحليل المحاسبي للهيكل المالي للمنشأة موضع التحليل في نهاية عامي ٩٢/ ٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيان	٣١/ ١٢/ ١٩٩٢			٣١/ ١٢/ ١٩٩٣		
	قيمة	%	رقم قياسي	قيمة	%	رقم قياسي
مصادر تمويل دائمة	٦٤٤	٧٦ %	١٠٠	٨٢٠	٧٥ %	١٢٧
مـ..صادر تمويـ..ل مؤقتة	٢٠٠	٢٤ %	١٠٠	٢٧٠	٢٥ %	١٣٥
إجمـ ـالي مـ ـصادر التمويل	٨٤٤	١٠٠ %	١٠٠	١٠٩٠	١٠٠ %	١٢٩
استخدامات دائمة	٥٧٤	٦٨ %	١٠٠	٧٢٠	٦٦ %	١٢٥
استخدامات مؤقتة	٢٧٠	٣٢ %	١٠٠	٣٧٠	٣٤ %	١٣٧
إجمالي استخدامات	٨٤٤	١٠٠ %	١٠٠	١٠٩٠	١٠٠ %	١٢٩ %

وباستخدام أسلوبي التحليل الرأسي والأفقي فـ ـي تحليـ ـل الهيكل المالي لهذه المنشأة من المنظور المحاسبي وباستخدام الجدول السابق فيتمثل تقريرنا فيما يلي:

أنه وعلى مستوى التحليل الرأسي (الموقف في ٣١/ ١٢/ ٩٢):

يتبين عدم سلامة الهيكل المالي للمنشأة حيث ينحصر الخلل المذكور في تمويل استخدامات مؤقتة بمصادر تمويل دائمة بمعدل ٨ % وهو الأمر الذي يعكس أثره السلبي على ربحية المنشأة ولكنه يعكس أثره الإيجابي على موقف السيولة بها.

وعلى مستوى التحليل الأفقي فنجد أن الخلل المذكور ما زال متواجدا ولكن بمعدل ٩ % كما تظهر الأرقام القياسية اتجاه المنشأة الملحوظ نحو التوسع الاستثماري والتمويلي.

هذا هو أسلوب التحليل المحاسبي للهيكل المالي والذي سبق أن أكدنا على تحفظاتنا عليه والتي نحصرها في تحفظين هما:

التحفظ الأول: يتعامل الفكر المحاسبي من خلال التحليل المحاسبي للهيكل المالي مع الاستخدامات الدائمة على أنها القيمة الموجهة لمجموعة الأصول الثابتة فقط دون أن يأخذ في الاعتبار ذلك الجزء الدائم من الأصول المتداولة (رأس المال العامل) والذي يجب أن تحتفظ به المنشأة في صورة

حد أدنى من عناصرها المختلفة لخدمـ.ـة متطلبـ.ـات تـ.ـشغيل الأصول الثابتة الأمر الذي يحتم ضرورة التعامل معه علـ.ـى أنه استثمار أو استخدام دائم للأموال وذلك على الرغم مـ.ـن دخوله ضمن المجموع الحسابي للأصول المتداولة.

وبالتالي وتماشيا مع مضمون منهج التغطية في التمويـ.ـل فيجب أن يمول هذا الجزء من مصادر تمويل دائمـ.ـة وهـ.ـو الأمر الذي يهمله التحليل المحاسبي.

إن ذلك الجزء الدائم من رأس المال العامل والذي يمثـ.ـل استخداما دائما للأموال نظرا لارتباطـ.ـه بتـ.ـشغيل الأصـ.ـول الثابتة يحتم تواجده ضرورة زيادة قيمة الأصـ.ـول المتداولـ.ـة عن قيمة الخصوم المتداولة بمعنى حتمية ظهور الفرق بينهما بقيمة موجبة، وهو ما يطلق عليه صافي رأس المال العامـ.ـل والذي سيحتل مساحة واسعة في المدخل المالي لتحليل الهيكل التمويلي، والواقع أن هذا القصور المرتبط بالتحليل المحاسبي للهيكل المالي له تأثيره الجوهري على نتائج التحليل إذا ما تم أخذه في الاعتبار تماشيا مع اتجاه ومضمون الفكـ.ـر المـ.ـالي المعاصر وهو الأمر الذي يمكن التأكد منه من خلال إعـ.ـادة عرض الجدول السابق لكي يظهر على الصورة التالية:

جدول رقم (١٦)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	٣١/ ١٢/ ١٩٩٢		٣١/ ١٢/ ١٩٩٣	
	قيمة	%	قيمة	%
مصادر تمويل دائمة = حقـ ـوق ملكيـ ـة + خصوم طويلة الأجل	٦٤٤	٧٦ %	٨٢٠	٧٥ %
مصادر تمويل مؤقتة = قيمـ ـة الخـ ـصوم المتداولة	٢٠٠	٢٤ %	٢٧٠	٢٥ %
إجمالي مصادر تمويل	٨٤٤	١٠٠ %	١٠٩٠	١٠٠ %
استخدامات دائمة = صافي أصول ثابتة + صـ ـافي رأس المـ ـال العامل	٥٧٤ + ٧٠ ٦٤٤	٧٦ %	٧٢٠ + ١٠٠ ٨٢٠	٧٥ %
استخدامات مؤقتة (الأصول المتداولة بعـ ـد استبعاد الجـ ـزء الـ ـدائم منها)	٢٠٠	٢٤ %	٢٧٠	٢٥ %
إجمـ ـالي اسـ ـتخدامات الأموال	٨٤٤	١٠٠ %	١٠٩٠	١٠٠ %

إلى الفهرس

وتؤكد محتويات الجدول السابق والذي يتضمن مكونـات التحليل المحاسبي للهيكل المالي بعد الأخـذ فـي الاعتبـار التحفظ السابق ذكره أن الهيكـل المـالي للمنـشأة يتـصف بالتوازن التام والمتمثل في تطبيق منهج التغطية في التمويـل والذي كان يتصف بعدم التوازن فـي ظـل عـدم العنايـة باستخدام المفهوم المالي لكـل مـن الاسـتخدامات الدائمـة والمؤقتة.

ومن الجدير بالذكر في هذا المجال الإشارة إلـى كيفيـة التوصل إلى قيمة الاستخدامات المؤقتة كمـا ظهـرت فـي الجدول السابق، حيث تمثلت في تلك القيمة المتبقية من القيمة الإجمالية للأصول المتداولة بعد استبعاد تلك القيمة الموجهـة لتشغيل الأصول الثابتة ولنا في جزء لاحق موعد مع مزيـد من التفاصيل المرتبطة بهذه الجزئية والمتمثلـة فـي تلـك الحالات التي يظهر فيها صافي رأس المال العامـل بقيمـة سالبة أو مساوية للصفر.

التحفظ الثـاني: يتجه التحفظ الثاني والذي يرتبط بالتحليل المحاسبي للهيكل المالي نحو قائمة المركز المـالي للمنـشأة موضع التحليل والتي تعد في نهاية السنة المالية وبالتالي فهي

تعبر عن موقف لحظي وتعطي نتائج تحليله سـ.ـاكنة، حيـ.ـث يصبح من غير المقبول تقييم شيء ما في وقـ.ـت لا يتحـ.ـرك فيه.

إن محتويات قائمة المركز المالي للمنشأة بجانبيها تحـ.ـوي في الواقع مجرد أرصدة لعناصر الأصول وعناصر الخصوم في لحظة إعدادها ولا تظهر بذلك تصرفات هامة تمت قبـ.ـل أو بعد تلك اللحظة.

ونؤكد هنا على أن الاعتماد على أكثر من قائمة واحـ.ـدة بالصورة التي يتضمنها التحليل المحاسبي لا تمثل إلغاء لهذا التحفظ، حيث إن كلما حدث أنه تعامـ.ـل مـ.ـع المنـ.ـشأة فـ.ـي لحظتين متباعدتين من لحظات السكون.

المدخل المالي فـ.ـي تحليـ.ـل الهيكـ.ـل المـ.ـالي للمنشأة:

يتمثل هـ.ـذا المـ.ـدخل فـ.ـي اسـ.ـتخدام قائمـ.ـة المـ.ـصادر والاستخدامات، والذي يعالج الكثير مـ.ـن الانتقـ.ـادات التـ.ـي وجهت إلى الاعتماد على الميزانية العمومية كمصدر للبيانات المستخدمة في تنفيذ البرنامج التحليلي المفصل، حيث إن هذه

الميزانية تعبر عن موقف لحظي، وتعطـي نتـائج تحليليـة ساكنة، ومن المؤكد أنه من غير المنطقي أن يتم تقييم شـيء ما في وقت لا يتحرك فيه ولكل ذلك يـتم الاعتمـاد علـى الأسلوب المذكور لنتمكن من تقييم المركز المـالي للمنـشأة خلال فترة زمنية (قد تكون سنة مالية أو أكثر) وهي في حالة من الحركة الدائمة.

أن القائمة المستخدمة هنا والتي يمكن أن يطلـق عليهـا أيـضا قائمـة الزيـادة والـنقص Increase – decreas statement or source and application of funds statement والتي يتم تكوينها من خـلال التغيـرات بـين البنود المتقابلة لقائمتي المركـز المـالي للمنـشأة لـسنتين متتاليتين، أو غير متتاليتين، ونصنف هـذه التغيـرات إلـى مصادر واستخدامات.

والواقع أن إعداد هذه القائمة التحليلية المـستخدمة هنـا يساعد المحلل المالي على الإجابة عن التساؤلات التالية:

- كيف تم تدبير مصادر التمويل بالتفصيل؟
- كيف تم استخدام الأموال بالتفصيل؟

- ما مدى سلامة القرارات المالية المتعلقـة بالتمويـل والاستثمار؟ وما انعكاسات ذلك سواء الإيجابيـة أو السلبية على النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل؟
- هل هناك توافـق بـين تلـك المـصادر التمويليـة واستخداماتها من حيث الآجال الزمنيـة للاسـتحقاق تطبيقاً للقواعد العامة في التمويـل والمتمثلـة فـي ضرورة تطبيـق مـنهج التغطيـة فـي التمويـل Hedging approach أو كما يطلق عليه الـبعض مبدأ الملائمة؟ وما هي انعكاسات عدم التطبيق السليم للقاعدة أو المبدأ المذكور على النتائج المالية للمنشأة؟

ويتأكد من خلال طبيعة وشمولية التساؤلات السابقة، مدى أهمية هذه القائمة التحليلية كأداة للتحليـل الـشامل للمركـز المالي لأي منشأة.

وفي هذا المجال يهمنا التأكيد على أن مقدار التغير سواء بالزيادة أو بالنقص فيما بين قيمتين متقابلتين لأحد عناصـر الأصول أو لأحد عناصر الخصوم سـوف يعكـس نوعـا واضحا من الحركة، التي تعكس قرارا ماليـا سـواء أكـان متعلقاً بالتمويل أم بالاستثمار، ويلزمنا التأكيد أيضا علـى أن

حصول المحلل المالي على قائمتي مركـ.ز مـ.الي للمنـ.شأة لسنتين متتاليتين، سوف يتيح له متابعة موقف هـ.ذه المنـ.شأة تحليليا لسنة مالية كاملة وهي السنة الأخيرة، بمعنى أن سنتي ١٩٩٢، ١٩٩٣ سوف يعني مباشرة أن التحليل سوف ينصب على سنة ١٩٩٣ بكاملها، فإذا افترضنا مثلاً البيانات الآتيـ.ة لإحدى المنشآت:

جدول رقم (١٧)

(القيمة بالجنيه)

بيان	سنة ١٩٩٢ ٣١/ ١٢/ ٩٢ أو ١/ ١/ ١٩٩٣	سنة ١٩٩٣ ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣
صافي آلات (أصول)	١٠٠,٠٠٠	١٥٠,٠٠٠
قروض طويلة الأجل (خصوم)	٥٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠
صافي عملاء (أصول)	١٢٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠
قروض قصيرة الأجل (خصوم)	٦٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠

والسؤال الآن عن الطريقة التي يجب أن ننظر من خلالها إلى هذه البيانات؟

في البداية يجب أن ننظر إلى الأرصدة المقارنة لعناصـ.ر الأصول والخصوم على أنها تعكس الموقف المقارن في بداية عام ١٩٩٣ مع الموقف في نهايته، بمعنى أن هـ.ذه المنـ.شأة

بدأت عام ١٩٩٣ بآلات قيمتها ١٠٠,٠٠٠ جنيه وأنهت هـذا العام بآلات قيمتها ١٥٠,٠٠٠ جنيه، وهكذا.

وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصـر الأصـول: نجـد أن الآلات خلال عام ١٩٩٣ قد زادت قيمتهـا بمبلـغ ٥٠,٠٠٠ جنيه أو زادت بمعدل ٥٠ %، الأمر الذي يعكـس نـشاطًا استثماريا إضافيا أو استخداما إضـافيا بالقيمـة أو النـسبة المذكورة. في حين أن أرصدة العملاء خلال عام ١٩٩٣ قد انخفضت بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه أو انخفـضت بمعـدل ٤٢ % تقريبا، ومن الواضح أن انخفاض رصيد العملاء بهذا القـدر يعكس نشاطًا للتحصيل أي مصدرا للتمويل.

وعلى هذا الأساس فإن زيادة الأصول تعكس اسـتخداما للأموال أو قرارا استثماريا، في حين أن النقص فيها يعكـس مصدرا للتمويل أو قرارا تمويليا.

وفيما يتعلق بالتغيرات في عناصر الخصوم ورأس المال: نجد أن رصيد القروض طويلة الأجل خلال عام ١٩٩٣ قـد زاد بمبلغ ٢٠,٠٠٠ جنيه أو زاد ٤٠ %، الأمر الذي يعكس مصدرا من مصادر التمويل التي تم اللجوء إليها وبالتالي فإن أحد قرارات التمويل (طويلة الأجل) تمثلت في اقتراض مبلغ

٢٠,٠٠٠ جنيه. في حين أن رصيد القروض قصيرة الأجـل قد انخفض بمبلغ ٢٠,٠٠٠ جنيـه خـلال عـام ١٩٩٣، أو انخفض بمعدل ٣٣ % تقريبا، الأمر الـذي يعكـس نـشاطاً لاستخدام الأموال حيث قررت المنشأة سداد جزء من ديونها قصيرة الأجل لينخفض رصيدها الدائن بمعدل ٣٣ %.

ومن هنا فإن زيادة الخصوم ورأس المال تعكس قرارات تمويلية (مصادر تمويل) في حين أن الـنقص فيهـا يعكـس قرارات استثمارية تتعلق باستخدام الأموال.

وعلى ذلك يمكن تصوير الشكل النهائي لقائمة المـصادر والاستخدامات كما يلي:

جدول رقم (١٨)

(القيمة بالجنيه)

استخدامات الأموال	مصادر الأموال
. الزيادة في عناصر الأصول (احترام الأصول) . النقص في عناصـر الخـصوم ورأس المال (عدم احترام الخصوم)	. الزيادة في عناصر الخـصوم ورأس المال (احترام الخصوم) . النقص في عناصر الأصول (عدم احترام الأصول)

إلى الفهرس

وبعد إيجاد جميع التغيرات بين بنود القائمتين يتم تصنيفها في صورة مصادر للأموال واستخدامات لها لكي يتم إع.داد القائمة التحليلية بالصورة الموضحة.

وعلى هذا الأساس يوضح جانبها الأيسر جملة م.صادر التمويل خلال العام، وكيفية تدبيرها بشكل تفصيلي، وك.ذلك يوضح جانبها الأيمن جملة استخدامات الأموال خلال الع.ام، وكيفية توزيعها على عناصرها المختلفة ب.شكل تف.صيلي، الأمر الذي يمكن المحلل المالي من إبداء الرأي ع.ن م.دى سلامة كل من القرارات المالية المتعلقة بالتمويل وكذلك تلك القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار.

وفي هذا المجال فإننا نؤكد على أن تعظيم قيمة الاستفادة من هذه القائمة، تحتم ضرورة تصنيف التغي.رات الممثل.ة لجانب مصادر التمويل حسب تواريخ الاستحقاق فيم.ا ب.ين طويلة وقصيرة الأجل أو الدائمة والمؤقتة وكذلك ض.رورة تصنيف تلك التغيرات الممثلة لجانب اس.تخدامات الأم.وال حسب آجال استثمارها فيما بين طويل.ة وق.صيرة الأج.ل وإجراء المقابلة فيما بين جانبي القائمة بأقسامها الأربعة وذلك للوقوف على مدى تطبيق المنشأة موض.ع التحلي.ل لم.نهج

التغطية في التمويل، والانعكاسات المتوقعـ.ـة علـ.ـى النتـ.ـائج المالية، ولمزيد من التوضيح وبالرجوع إلى المثال الـ.ـسابق وعلى افتراض جدلي بـ.ـأن العناصـ.ـر الأربعـ.ـة والمكونـ.ـة للميزانية العمومية للمنشأة هي فقط كل مكوناتها فيمكن إجراء الآتي:

جدول رقم (١٨)

(القيمة بالجنيه)

استخدامات	مصادر
استخدامات طويلة الأجل (دائمة) ٥٠٠٠ شراء آلات جديدة (٧١ %)	مصادر طويلة الأجل (دائمة) ٢٠٠٠ اقتراض إضافي طويل الأجل (٢٩ %)
استخدامات قصيرة الأجل (مؤقتة) ٢٠٠٠ تسديدات قروض قصيرة الأجل (٢٩ %)	مصادر قصيرة الأجل (مؤقتة) ٥٠٠٠ تحصيلات من العملاء (٧١ %)
٧٠٠٠ إجمالي استخدامات/ ١٠٠ %	٧٠٠٠ إجمالي مصادر/ ١٠٠ %

وبتحليل محتويات هذه القائمة المبسطة يتبين أن المنشأة لم تطبق منهج التغطية في التمويل، حيث يشير السهم الموضح إلى اتجاه الخطأ التطبيقي، حيث تم تمويل استخدامات طويلة الأجل، بمصادر قصيرة الأجل بمقدار ٣٠٠٠ جنيه، نظـ.ـرا لعدم كفاية مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل ما يقابلها من استخدامات طويلة الأجل، الأمر الذي يعكس أثـ.ـره الـ.ـسلبي

إلى الفهرس

على موقف السيولة في المنشأة وقد يرجع ذلك إلى خطأ فـ ـي قرارات التمويل أو خطأ في قرارات الاستثمار أو في كليهما، الأمر الذي يتضح تماما عند تطبيق البرنامج التحليلي بكامله على البيانات الخاصة بالشركة أو المنشأة موضع التحليـ ـل، ولكن ولأغراض التبسيط يمكننا إعادة النظر في محتويـ ـات القائمة المبسطة لهذه المنشأة الافتراضية، حيث يمكننا تصور أن المنشأة موضع التحليل تمارس نشاطًا تجاريا فـ ـيمكن أن نحدد أن الخلل بدأ من عدم سلامة قـ ـرارات الاسـ ـتثمار أو استخدام الأموال، حيث إن استخداماتها والمتماشية مع طبيعة هذا النشاط كان يجـ ـب أن توجـ ـه بالدرجـ ـة الأولـ ـى إلـ ـى الاستخدامات قصيرة الأجل وبدرجة أقل إلى الاسـ ـتخدامات طويلة الأجل. في الوقت الذي يتبين فيه سـ ـلامة قراراتهـ ـا التمويلية.

أما إذا كانت المنشأة المذكورة تمارس نـ ـشاطًا صـ ـناعيا فيختلف الأمر، حيث إن هيكل الاسـ ـتخدامات هذ ـا يعكـ ـس قرارات استثمارية سليمة، وتكمن المـ ـشكلة فـ ـي قـ ـرارات التمويل الذي تعكس خللاً في هيكلها التمـ ـويلي مـ ـن خـ ـلال قرارات تمويلية خاطئة.. وهكذا.

ويعاب على استخدام هذا الأسلوب التحليلي أنه من غيـ.ـر الممكن عمليا تخصيص مـ.ـصادر تمويـ.ـل بـ.ـذاتها لتمويـ.ـل استخدامات بذاتها، إلا أنه يبقى من الأمور المفيدة الوصـ.ـول إلى حالة من التناسق بين استحقاقات كل من مصادر الأموال واستخداماتها.

ونعرض فيما يلي تطبيقاً للمفاهيم المذكورة والذي تعمـ.ـدنا أن يكون مجاله مرتبا بذات البيانات التي سبق عرضها عـ.ـن المنشأة التي تمارس النشاط الصناعي والتي طبقتـ.ـا عليهـ.ـا مدخل التحليل المحاسبي للهيكل المالي، وذلك لتعظيم استفادة القارئ المرتبطة بتنميـ.ـة مهارتـ.ـه فـ.ـي التحليـ.ـل وإجـ.ـراء المقارنات.

والواقع أن استخدام وتطبيق المدخل المالي فـ.ـي تحليـ.ـل الهيكل المالي يحتم حصول المحلل المالي على المزيد مـ.ـن البيانات والمعلومات الإضافية عن المنشأة موضـ.ـع التحليـ.ـل والتي تتمثل في:

- هناك مشتريات وسائل نقل جديدة فـ.ـي عـ.ـام ١٩٩٣ قيمتها ٢٠٠ ألف جنيه خصص لها إهلاك قيمته ٢٠ ألف جنيه.

- تُظهر قائمة الدخل المعدة عن عام ١٩٩٣ ما يلي:
  - قيمة المبيعات السنوية مليون جنيه.
  - تكلفة المبيعات ٦٠ %.
  - توزيعات أرباح أسهم ممتازة ١٠,٠٠٠ جنيه.
  - معدل الضريبة ٢٠ %.
- هناك توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في نهاية عام ١٩٩٣ قدرها ٢٣٤ ألف جنيه.

والواقع أن المدخل المالي لتحليل الهيكل المالي للمنشأة يتكون من أربع خطوات متتابعة وهي:

الخطوة الأولى: إعداد قائمة التغيرات التمهيدية.

الخطوة الثانية: تنفيذ المعالجات الخاصة لبعض عناصر الأصول والخصوم.

الخطوة الثالثة: إعداد قائمة المصادر والاستخدامات وتبويبها.

الخطوة الرابعة: إعداد التقرير النهائي عن مدى سلامة الهيكل المالي.

هذا ويمكن للمحلل المالي أن يضيف خطـوة خامـسة إذا رأى أن يستكمل تحليله لمجالات إضافية وذلك مـن خـلال إعداده لقوائم أخرى نأمل أن يسمح المجال بتوضيحها.

ونود قبل أن نبدأ في تطبيق الخطوات المذكورة والمكونة للمدخل المالي توضيح بعـض الأمـور المتعلقـة بـبعض الخطوات المذكورة، حيث إن الخطوة الأولـى والمرتبطـة بإعداد قائمة التغيرات التمهيدية تتمثـل فـي إظهـار قيمـة التغيرات بين أرصدة قائمتي المركز المالي وتحديد صـفتها من حيث كونها مصدرا أو استخداما طويل أو قصير الأجل، في الوقت الذي نشير فيه إلى أن الخطوة الثانية ترتبط بتنفيذ المعالجات الخاصة لعناصر الميزانية والتي لم يـتم التعامـل معها في الخطوة الأولى.

وفيما يلي تطبيقاً للخطوات السابق ذكرها:

إلى الفهرس

الخطوة الأولى : إعداد قائمة التغيرات التمهيدية

جدول رقم (٣٠)

(القيمة بالألف جنيه)

٩٢/١٢/٣١	٩٣/١٢/٣١	قيمة التغير ±	طبيعة التغير	الأصول
١٦٠	١٧٠	١٠ +	استخدام طويل الأجل	الأراضي
٩٠	٩٠	-	—	صافي مباني
٢٤٠	٢٤٠	-	—	صافي الآلات
٣٤	٨٤	٥٠ +	استخدام طويل الأجل	صافي الأثاث
٦٠	١٥٠			وسائل نقل
(١٠)	(١٥)			- إهلاك
٥٠	١٣٥			صافي وسائل نقل
-	-	-	—	
٦٠	٥٠	(١٠)	مصدر قصير الأجل	مخزون
١١٠	٢٣٠	١٢٠ +	استخدام قصير الأجل	صافي عملاء
٣٠	٢٠	(١٠)	مصدر قصير الأجل	أوراق قبض
٢٠	١٠	(١٠)	مصدر قصير الأجل	أوراق مالية
٥٠	٦٠	١٠ +	استخدام قصير الأجل	نقدية
٨٤٤	١٠٩٠	-	—	إجمالي

٩٢/١٢/٣١	٩٣/١٢/٣١	قيمة التغير ±	طبيعة التغير	الخصوم
٣٠٠	٣٦٠	٦٠ +	مصدر طويل الأجل	رأس المال
٣٠	٤٠	١٠ +	مصدر طويل الأجل	احتياطيات
١٢٠	١٨٠			أرباح مرحلة
٩٠	٧٠	(٢٠)	استخدام طويل الأجل	سندات
٦٠	٦٠	-	—	أسهم ممتازة
٤٤	١١٠	٦٦ +	مصدر طويل الأجل	قروض طويلة الأجل
٥٠	٨٠	٣٠ +	مصدر قصير الأجل	حسابات دائنة
٧٠	١٠	(٦٠)	استخدام قصير الأجل	أوراق دفع
٨٠	١٨٠	١٠٠ +	مصدر قصير الأجل	قروض قصيرة الأجل
٨٤٤	١٠٩٠	-	-	إجمالي

الخطوة الثانية: تنفيـذ المعالجـات الخاصـة لبعض عناصر الميزانية:

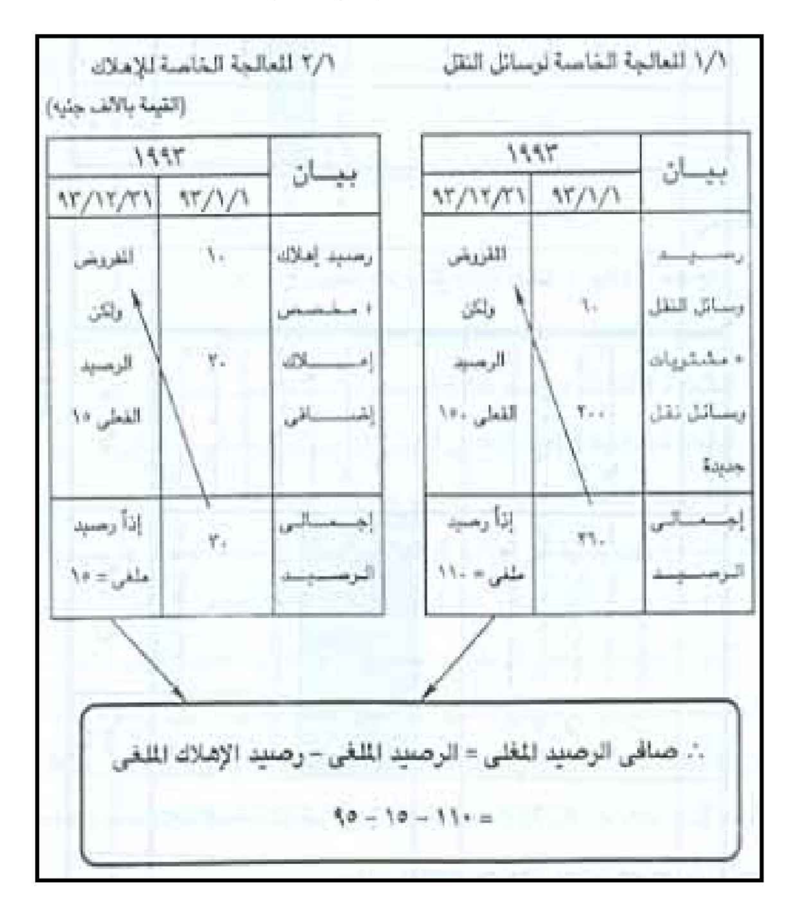
الواقع أن العناصر التي يتحتم إجراء معالجات خاصة لها تنحصر في:

١- عناصر الأصول التي يتأكد ارتباطها بحركة شـراء وبيع أثناء العام.

٢- عنصر الأرباح المحتجزة أو المرحلـة والمرتبطـة بجانب الخصوم.

(١) المعالجة الخاصة لوسائل النقل وإهلاكها:

جدول رقم (٢١)



١/١ المعالجة الخاصة لوسائل النقل

بيان	١٩٩٣	
	٩٣/١/١	٩٣/١٢/٣١
رصيد وسائل النقل	١٠	الفروض ولكن
+ مشتريات وسائل نقل جديدة	٢٠٠	الرصيد الفعلي ١٥٠
إجمالي الرصيد	٢١٠	إذاً رصيد ملغى = ١١٠

٢/١ المعالجة الخاصة للإهلاك

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	١٩٩٣	
	٩٣/١/١	٩٣/١٢/٣١
رصيد إهلاك	١٠	الفروض ولكن
+ مخصص إهلاك إضافي	٢٠	الرصيد الفعلي ١٥
إجمالي الرصيد	٣٠	إذاً رصيد ملغى = ١٥

∴ صافي الرصيد المغلى = الرصيد الملغى – رصيد الإهلاك الملغى

= ١١٠ – ١٥ – ٩٥

ومن خلال محتويات المعالجة الموضحة يمكننا تحديـد مـا يلي:

- صافي رصيد وسائل النقل الملغي (المباع) وقيمة ٩٥ ألف جنيه يمثل مصدرا تمويليا طويل الأجل.
- المخصص الإضافي لإهلاك وسائل النقل المـ.شتراة وقيمته ٣٠ ألف جنيه يمثل مصدرا تمويليـ.ا طويـ.ل الأجل لأنه يمثل جزءا من الأرباح المحققة في عـ.ام ١٩٩٣.
- مشتريات وسائل النقل الجديدة وقيمتهـ.ا ٢٠٠ ألـ.ف جنيه والتي تمثل استخداما طويل الأجل للأموال.

(ب) المعالجة الخاصة للأرباح المرحلة (المحتجزة):

الواقع أن معالجة الأرباح المرحلة تحتم علينا التوصل إلى قيمة الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع والتي حققتها المنـ.شأة في نهاية عام ١٩٩٣ وهو الأمر الـ.ذي يـ.ستلزم ضـ.رورة استخدام البيانات الإضافية في إعداد قائمة الدخل على الوجه التالي:

جدول رقم (٢٢)

بيان بقائمة الدخل للمنشأة موضع التحليل عن عام ١٩٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

القيمة	بيان
١٠٠٠	قيمة المبيعات
(٦٠٠	. تكلفة المبيعات ٦٠ %
٤٠٠	مجمل الربح
(٢٠)	. مخصص إهلاك وسائل النقل المشتراة
٣٨٠	صافي الربح قبل الضرائب
(٧٦)	. ضرائب ٢٠ %
٣٠٤	صافي الربح بعد الضرائب
(١٠)	. توزيعات أرباح الأسهم الممتازة
٢٩٤	صافي أرباح قابلة للتوزيع (وزع منها ٢٣٤ ألفا)

هذا وبعد أن توصلنا إلى قيمة الأرباح القابلـة للتوزيـع وهي ٢٩٤ ألف جنيه والتي تمثل مـصدرا طويـل الأجـل للأموال والتي يمكننا القطع بأنها القيمة المتبقية لحملة الأسهم العادية من جملة الإيراد السنوي وقيمته مليون جنيـه بعـد

إلى الفهرس

خصم العديد من عناصر التكاليف والأعباء ولكننا نلاحظ أن القيمة المذكورة تعكس صافي الأرباح الدفترية ولكنها وفـي صورتها النقدية تبلغ ٣١٤ ألف جنيه ويرجع هذا الاخـتلاف إلى مخصص إهلاك وسائل النقل المشتراة (٣٠ ألف جنيـه) والذي تم استقطاعه دفتريا ولكنه لا يعكس تدفقًا نقديا خارجا وهذا هو التفسير الحقيقي لمعاملتنا لمخصص الإهلاك علـى أنه مصدر طويل الأجل للأموال.

والآن يمكننا تنفيذ المعالجة الخاصة بالأرباح المرحلة على الوجه التالي:

جدول رقم (٢٣)

١٩٩٩٣

بيان	١/ ١/ ١٩٩٣	٣١/ ١٢/ ١٩٩٣
رصيد الأرباح المرحلة	١٢٠	المفروض ولكن رصيد
+ صافي الأرباح المحققة في نهاية العام	٢٩٤	الأرباح الفعلي ١٨٠
إجمالي رصيد الأرباح	٤١٤	إذا نقص رصيد الأرباح
		= ٢٣٤ ألف جنيه

من محتويات المعالجة الموضحة يمكننا تحديد ما يلي:

- صافي الأرباح المحققة في نهاية عام ١٩٩٣ وقيمتها ٢٩٤ ألف جنيه تمثل مصدرا تمويليا طويل الأجل.

- النقص في رصيد الأرباح الفعلي عن رصيد الأرباح المفروض تواجدها في نهاية عـام ١٩٩٣ وقيمتـه ٢٣٤ ألف جنيه والذي يعكس توزيعات أرباح نقديـة على المساهمين يمثـل اسـتخداما قـصير الأجـل للأموال.

ونوجه انتباه القارئ إلى أهمية استخدام نتائج الخطـوتين الأولى والثانية والتي انتهينا مـن إعـدادهما الآن كمـصدر مباشر لإعداد الخطوة الثالثة وذلك على الوجه التالي:

الخطوة الثالثة: إعداد بيان بقائمة مصادر الأمـوال واستخداماتها:

سنقوم بإعداد قائمة مصادر الأموال واستخداماتها للمنشأة وتحليلها بالصورة التي نراها شديدة الفائدة والفعاليـة علـى النحو التالي:

جدول رقم (٢٤)

بيان بقائمة المصادر والاستخدامات للمنشأة الافتراضية

(القيمة بالألف جنيه)

استخدامات رأس المال العامل			مصادر تمويل رأس المال العامل		
بيان	**قيمة**	**%**	**بيان**	**قيمة**	**%**
أراضٍ	١٠	١,٤ %	زيادة رأس مال	٦٠	٨,٤ %
أثاث	٥١	٧,٣ %	احتياطيات	١٠	١,٤ %
رد سندات	٢٠	٢,٨ %	قرض طويل الأجل	٦٦	٩,٣ %
مشتريات وسائل نقل	٢٠٠	٢٨,٥ %	صافي رصيد وسائل نقل ملغاة	٩٥	١٣,٥ %
			مخصص إهلاك وسائل نقل	٢٠	٢,٨ %
			صافي أرباح عام ٩٣	٢٩٤	٤١,٦ %
إجمالي استخدامات دائمة	٢٨١	٤٠ %	إجمالي مصادر دائمة	٥٤٥	٧٧ %
متحصلات من عملاء	١٢٠	١٧ %	تصريف مخزون	١٠	١,٤ %
تدعيم رصيد النقدية	١٠	١,٤ %	تحصيل أوراق قبض	١٠	١,٤ %
سداد أوراق دفع	٦٠	٨,٥ %	بيع أوراق مالية	١٠	١,٤ %
توزيعات أرباح نقدية على المساهمين	٢٣٤	٣٣,١ %	حسابات دائنة إضافية	٣٠	٤,٤ %
			قروض قصيرة الأجل	١٠٠	١٤,٤ %
إجمالي استخدامات مؤقتة	٢٣٤	٦٠ %	إجمالي مصادر تمويل مؤقتة	١٦٠	٢٣ %
إجمالي استخدامات أموال	٧,٥	١٠٠ %	**إجمالي مصادر تمويل**	٧٠٥	١٠٠ %

إلى الفهرس

الخطوة الرابعة: إعداد التقرير النهائي عن الهيكـل المالي للمنشأة:

وتوضح القائمة السابقة التفصيلات الكاملـة لكـل مـن قرارات التمويل وقرارات الاستثمار التي اتخـذتها المنـشأة موضع التحليل خلال سنة مالية كاملة وهي ١٩٩٣.

إن الهدف من إعداد وإظهار هذه القائمة الموضحة يخرج تماما عن دائرة الوصف التفصيلي للقرارات المالية، حيـث ينحصر في تحديد مدى سـلامة الهيكـل المـالي للمنـشأة بالإضافة إلى الإمساك بنقطة البداية المنهجية لدراسة وتحديد المسببات الحقيقية لظاهرة اختلاله فيما لو تواجدت.

وبالتعمق في محتويات القائمة السابقة يتأكد لنا ارتباط هذه المنشأة بهيكل مالي يتصف بعدم التوافق والمتمثل في عـدم تطبيق المنشأة لمنهج التغطية في التمويل حيث قامت بتمويل استخدامات مؤقتة من مصادر تمويل دائمـة بمعـدل ٢٧ % وهو الأمر الذي سيعكس وبالضرورة أثـره الـسلبي علـى موقف الربحية وأثره الإيجابي على موقف السيولة.

وعلى اعتبار أن الخلل المذكور سـيمثل ظـاهرة سـلبية تحتاج إلى جهد إضافي لتحديد المشكلة الحقيقية والمتمثلة في

تلك المسببات الحقيقية لهذه الظاهرة وذلك من خلال منهجية البحث العلمي Research methodology والتي يجـب أن تبنى على الفروض الثلاثة التالية:

الفرض الأول (سبب محتمل) من الممكن أن يرجع الخلل في الهيكل المالي للمنشأة إلى اختلال هيكلها التمـويلي (٧٧ % تمويل دائم، ٢٣ % تمويل مؤقت) مع افتراض سـلامة هيكـل اسـتثماراتها (٤٠ % اسـتخدامات دائمـة، ٦٠ % استخدامات مؤقتة).

الفرض الثاني (سبب محتمل) من الممكن أن يرجع الخلل في الهيكل المالي للمنشأة إلى اختلال هيكل الاستخدامات مع افتراض سلامة الهيكل التمويلي للمنشأة.

الفرض الثالث (سبب محتمل) من الممكن أن يرجع الخلل في الهيكل المالي للمنشأة إلى اختلال هيكل الاستخدامات مع افتراض سلامة الهيكل التمويلي للمنشأة.

الفرض الثالث (سبب محتمل) من الممكن أن يرجع الخلل في الهيكل المالي للمنشأة إلى اختلال كل من هيكل التمويـل وهيكل الاستخدامات في نفس الوقت.

ومن المؤكد الآن التميز الواضح للمدخل المـ ـالي عـ ـن المدخل المحاسبي في تحليل الهيكل المالي.

هذا وننوه إلى ما سبق أن أوضحناه عن إمكانيـ ـة امتـ ـداد المدخل المالي من خلال إمكانية إضافة خطوة خامسة إلـ ـى خطواته الأربع التي تم تطبيقها حتى الآن، حيث تتمثل هـ ـذه الخطوة الإضافية في تحليل موقف أي عنصر من عناصـ ـر المركز المالي للمنشأة وذلك من خلال إعداد قائمة للتغير في العنصر الذي سيخضع للتحليل والتي تعد من خـ ـلال قائمـ ـة المصادر والاستخدامات الشاملة والتي سبق إعدادها، ولـ ـيكن المجال الذي نعرض له الآن هو تحليل موقف التغيـ ـر فـ ـي رأس المال العامل والذي نعرض له على الوجه التالي:

الخطوة الخامسة: إعداد قائمة التغير في رأس المال العامل:

تعد هذه القائمة من القائمة السابقة مباشـ ـرة والمرتبطـ ـة بمصادر الأموال واستخداماتها والتي اعتمدنا عليها في تحليل الهيكل المالي للمنشأة موضع التحليل من منظور الفكر المالي والتي يمكن أن تطلق عليها القائمة الـ ـشاملة والتـ ـي تحـ ـوي جميع عناصر المركز المالي للمنشأة.

ويتم إعداد قائمة التغير في رأس المـال العامـل والتـي نحرص على تسميتها قائمة التغير في صـافي رأس المـال العامل من خلال استبعاد جميـع التغيـرات فـي العناصـر المرتبطة بكل من الأصول المتداولة (رأس المـال العامـل الإجمالي) والخصوم المتداولة (قصيرة الأجل) وبعـد تنفيـذ الاستبعادات المذكورة نحصل على القائمة المطلوبة.

والسؤال الآن والذي يمكـن أن يـشغل القـارئ يتعلـق بالحكمة من استبعاد التغيرات في عناصر الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لإعداد قائمة التغير في صافي رأس المال العامل؟

ويمكننا الإجابة عن هذا السؤال بضرب المثال التالي:

إذا أردت أن تخضع أحد الأفراد العـاملين بمنـشأة مـا للتحليل لتقييم دوره الحقيقي بها فيصبح من غير المقبـول أن تعد هذا التحليل في ظل تواجد الموظف موضـع التحليـل، حيث يصبح من المنطقي أن تستبعده من المنشأة خلال فتـرة إعداد التحليل والتي يمكن أن تجد فيها المنشأة في أحد ثلاث حالات بديلة هي:

الحالة الأولى: أن تتجه المنشأة نحو التحسن وهو الأمر الذي يعني أن الموظف موضع التحليـل سـيئًا ومعوقـًا للعمل.

الحالة الثانية: أن تتجه المنشأة نحو التدهور وهو الأمر الذي يعني أن الموظف موضع التحليل يتـصف بالكفـاءة والفاعلية.

الحالة الثالثة: ألا يحدث أي تغير في موقف المنـشأة وهـو الأمر الذي يعني أن الموظف موضع التحليل لا يمثل عنصرا مؤثرا في المنشأة سواء في الاتجاه الإيجابي أو السلبي (زي قلته).

ومن المثال السابق يمكننا الآن تحديد الحكمة من استبعاد العناصر المكونة لمجموعتي الأصول المتداولـة والخـصوم المتداولة من التغيرات التي تتضمنها القائمة الشاملة، وبعـد الاستبعاد المذكور سنحصل على القائمة المطلوبة في أحـدث ثلاث صور بديلة وهي:

الصورة الأولى: أن نحصل على قائمة غير متوازنة حيـث تزيد قيمة جانبها الأيسر عن قيمـة جانبهـا الأيمن، وهو الأمر الذي يعني أن قيمة الفرق

إلى الفهرس

بين جانبي القائمة تمثل مقدار التحسن في موقف صافي رأس المال العامل حيث تزيد قيمة مصادره عن قيمة استخداماته.

الصورة الثانية: أن نحصل على قائمة غير متوازنة أيضا ولكن بزيادة قيمة جانبها الأيمن عن قيمة جانبها الأيسر، وهو الأمر الذي يعني أن قيمة الفرق بين جانبي القائمة تمثل مقدار التدهور في موقف صافي رأس المال العامل حيث تزيد قيمة استخداماته عن قيمة مصادره.

الصورة الثالثة: أن نحصل على قائمة متوازنة وهو الأمر الذي يعني عدم حدوث أي تغير في موقف صافي رأس المال العامل في نهاية السنة محل التحليل عما كان عليه في بدايتها.

ومن الجدير بالذكر في هذا المجال أن نؤكد على أن الأصول العلمية للتمويل تحتم أن يظهر صافي رأس المال العامل بقيمة موجبة حتى تتمكن المنشأة من مواجهة وسداد الخصوم المتداولة بالإضافة إلى تشغيل الأصول الثابتة.

جدول رقم (٢٥)

قائمة التغير في صافي رأس المال العامل للمنشأة موضع التحليل في الفترة من ٣١/ ١٢/ ٩٢ إلى ٣١/ ١٢/ ٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

استخدامات رأس المال العامل			مصادر تمويل رأس المال العامل		
بيان	قيمة	%	بيان	قيمة	%
أراضٍ	١٠	٢ %	زيادة رأس مال	٦٠	١١ %
أثاث	٥١	٩ %	احتياطيات	١٠	٢ %
رد سندات		٤ %	قرض طويل الأجل	٦٦	١٢ %
مشتريات وسائل نقل	٢٠	٢٧ %	صافي رصيد وسائل نقل	٩٥	
توزيعات أرباح على	٢٠٠	٤٣ %	ملغاة		١٧ %
المساهمين	٢٣٤		مخصص إهلاك وسائل	٢٠	
مقدار التحسين في		٥ %	نقل		٤ %
موقف صافي رأس			صافي أرباح عام ٩٣	٢٩٤	٥٤ %
المال العامل	٣٠				
إجمالي استخدامات	**٥٤٥**	**١٠٠ %**	**إجمالي مصادر**	**٥٤٥**	**١٠٠ %**
إجمالي استخدامات أموال	٧,٥	١٠٠ %	**إجمالي مصادر تمويل**	٧٠٥	١٠٠ %

ومن الواضح أننا أمام قائمة غير متوازنة، حيث تحققت الصورة الأولى من الصور الثلاث المحتملة السابق ذكرها،

حيث تزيد قيمة جانبها الأيسر على قيمة جانبها الأيمن بمقدار ٣٠ ألف جنيه، الأمر الذي يعني أن موقـف صـافي رأس المال العامل قد اتجه نحو التحسن فـي نهايـة عـام ١٩٩٣ مقارنة بما كان عليه في بدايتها بمقدار قيمة عـدم التـوازن المذكورة.

وننوه إلى أن قيمة التحسن هذه يمكن أن تكون في أحـد الاحتمالات التالية:

- زيادة قيمته الموجبة بمقدار ٣٠ ألف جنيه.
- انخفاض قيمته السالبة بمقدار ٣٠ ألف جنيه.
- تحول قيمته من قيمة سالبة ٣٠ ألف جنيه إلى قيمـة مساوية للصفر.
- تحول قيمته من صفر إلى قيمة موجبـة قـدرها ٣٠ ألف جنيه.

وللتأكد من هذه النتيجة التي توصلنا إليها من إعداد قائمة التغير في صافي رأس المال العامل فـسوف نقـوم بإعـداد الجدول التحليلي التالي وذلك بالرجوع إلى محتويات قـائمتي المركز المالي للمنشأة الافتراضية موضع التحليل والتي سبق إعدادها.

جدول رقم (٢٦)

بيان بتحليل الموقف المقارن لصافي رأس المال العامل للمنشأة الافتراضية لعامي ٩٢، ١٩٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيان	٣١/ ١٢/ ١٩٩٢ أو ١/ ١٢/ ١٩٩٣		٣١/ ١٢/ ١٩٩٣	
	قيمة	رقم قياس	قيمة	رقم قياس
أصول متداولة (رأس مال عامل . خصوم متداولة	٢٧٠ . ٢٠٠	١٠٠ . ١٠٠	٢٧٠ ٢٧٠.	١٢٧ . ١٣٥
صافي رأس المال العامل	+ ٧٠	.	+ ١٠٠	.

وتؤكد محتويات الجدول السابق على صحة النتائج التـ ـي توصلنا إليها من إعداد قائمة التغير في صافي رأس المـ ـال العامل والتي تمثلت في اتجاهه نحو التحسن بمقدار ٣٠ ألف جنيه حيث تحولت قيمته الموجبة من ٧٠ ألـ ـف جنيـ ـه إلـ ـى ١٠٠ ألف جنيه من بداية عام ١٩٩٣ حتى نهايته.

وتوضح الأرقام القياسية أن السبب وراء هـ ـذا التحـ ـسن يرجع إلى اتجاه المنشأة إلى زيادة قيمة الاستثمار فـ ـي رأس

إلى الفهرس

المال العامل بمعدل أكبر من معـ ـدل اتجاهـ ـا إلـ ـى زيـ ـادة الخصوم المتداولة.

الفصل الثامن

البرنامج المقترح

لتحليل قرارات الاستثمار

مقدمة الفصل

هذا الفصل يعرض للإطار العـام والتفـصيلي لبرنـامج تحليل قرارات الاستثمار والذي يهدف وبشكل مباشـر إلـى التأكد من مدى سلامة هذا النوع من القرارات المالية وتأثير ذلك على القرارات المالية الأخرى، وأيـضا علـى النتـائج المالية للمنشأة موضع التحليل.

إن محتوى ومضمون هذا الفصل سينحصر في تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- اكتساب مهارة تحليل مدى سلامة هيكل الاستثمارات الإجمالية من منظوري التحليل المحاسبي والمالي.

٢- الإلمام بمفهوم رأس المال المستثمر من حيث كونـه مصدرا للتمويل الدائم بالمنشأة بالإضافة إلى كونـه استخداما دائما لأموال.

٣- اكتساب مهارة تحليل مدى سلامة هيكل استخدامات رأس المال المستثمر في ظل القدرة علـى التحديـد الدقيق لقيمة الاستثمار الدائم في رأس المال العامل.

٤- اكتساب مهارة تحليل مقترحات الإدماج من خـلال برنامج متكامل واتخاذ القرار السليم.

برنامج تحليل هيكل الاستثمارات:

الواقع أن القرارات الاستثمارية وبشكل عام تبدأ بتوزيـع المبلغ الإجمالي المخصص للاستثمار (مجمـوع الأصـول) على مجموعات الاستثمار المختلفة سواء الثابتـة المتعلقـة بالتشغيل أو الاستثمارات قصيرة الأجل بالشكل الذي يتوافق مع طبيعة النشاط ثم يلي ذلك إقـرار التوزيـع الـداخلي أو التفصيلي للمبلغ الـذي تـم إقـراره لكـل مجموعـة مـن المجموعات على عناصرها المختلفـة، وأخيـرا القـرارات المتعلقة بإدارة كل عنصر من عناصر الاستخدامات العديـدة والمكونة للمجموعات الرئيسية.

وفي هذا المجال ولاعتبارات تتعلق بحجم هـذا الكتـاب بالإضافة لتغطيتنا للجوانب التحليلية المختلفة ضمن محتويات الفصول السابقة فسوف نقصر برنامجنا المرتبط بتحليل هيكل الاستثمارات على مجالين فقط يتعلق أولهما بتحليـل هيكـل الاستثمارات الإجمالية في حين يرتبط ثانيهما بتحليل هيكـل

استخدامات رأس المال المستثمر وفيما يلي تفصيل للمجالين المذكورين:

تحليل هيكل الاستثمارات الإجمالية:

ننوه هنا إلـى أن هيكـل الاسـتثمارات Investments structure المستخدم هنا يعكس منظور الفكر المـالي فـي الوقت الذي نجده في الفكر المحاسـبي يـرتبط باصـطلاح مختلف وهو هيكل الأصول A sets structure حيث نعتقد أن القارئ يدرك الفرق بينهما من خلال ما سبق عرضه في الفصل السابق مباشرة. وهو الأمر الذي يمكن تحديـده مـن خلال الجدول التالي:

جدول رقم (١)

بيان	طبيعة النشاط	صناعي/ زراعي/ خدمي	تجاري
المنظور الحسابي	المنظور المالي		
أصول ثابتة % أصول متداولة %	استثمارات دائمة % استثمارات مؤقتة %	وزن نسبي أكبر % وزن نسبي أقل %	وزن نسبي أقل % وزن نسبي أكبر %
إجمالي أصول %	إجمالي استثمارات ١٠٠ %	١٠٠ %	١٠٠ %

ويوضح الجدول الـسابق الاخـتلاف الواضـح لهيكـل الاستثمارات ومفهومه فيمـا بـين المنظـورين المحاسـبي والمالي. حيث يعبر المنظور المحاسبي عن هيكل الأصـول

في حين يتجه المنظور المالي نحو هيكل الاستثمارات وذلك على اعتبار أن أرصدة الأصول المدرجة بقائمـ.ـة المركـ.ـز المالي للمنشأة تمثل نتاج جهد محاسـ.ـبي لإظهـ.ـار أرصـ.ـدة الأصول والخصوم في لحظة إعداد الميزانية العمومية، حيث تم الجهد المحاسبي المذكور في مرحلـ.ـة تـ.ـسجيلية لاحقـ.ـة لمرحلة سابقة تتعلق باتخـ.ـاذ القـ.ـرارات الماليـ.ـة المتعلقـ.ـة بالاستثمار والتمويل، هذا بالإضافة إلى اتجاه الفكـ.ـر المـ.ـالي للتعامل مع الاستثمارات الدائمة أو طويلة الأجل من خـ.ـلال كونها استثمارات في الأصول الثابتة وما يرتبط بحاجتها من الأصول المتداولة (رأس المال العامل) واللازمة لأغـ.ـراض التشغيل.

كما يوضح الجدول السابق أيضا أن المـ.ـشروعات التـ.ـي تعمل في مجالات النشاط الصناعي . الزراعـ.ـي والخـ.ـدمي تحتم طبيعتها الاهتمام الأكبر بالأصول الثابتة أو الاستثمارات الدائمة. في الوقت الذي نجد فيه إمكانية قيام مشروع تجاري بدون أية قيمة جوهرية للأصول الثابتة، كما يحدث في حالة البائع المتجول الذي يوجه كل استثماراته تقريبا إلى البضاعة

إلى الفهرس

التي يشتريها ويعيد بيعها مرة أخرى في مقابل قيمة منخفضة من الأصول الثابتة.

ولينظر معي القارئ إلى الميزانية المبسطة التالية لإحدى المنشآت كما ظهرت في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣:

جدول رقم (٢)

(القيمة بالألف جنيه)

الأصول		الخصوم	
قيمة	**بيان**	**قيمة**	**بيان**
٧٠٠	أصول ثابتة	٤٠٠	حقوق ملكية
٥٠٠	أصول متداولة	٢٠٠	خصوم طويلة الأجل
		٦٠٠	خصوم متداولة
١٢٠٠	إجمالي أصول	١٢٠٠	إجمالي خصوم

هذا ويمكننا من خلال هذه الميزانية أن نكـ.ون الجـ.دول التحليلي التالي:

جدول رقم (٣)

بيان بتحليل هيكل الاستثمارات للمنشأة موضع التحليل

(القيمة بالألف جنيه)

التحليل من المنظور المحاسبي			التحليل من المنظور المالي		
%	قيمة	بيان	%	قيمة	بيان
٥٨ %	٧٠٠	أصول ثابتة	٦٠ %	٦٠٠	استثمارات دائمة
٤٢ %	٥٠٠	أصول متداولة (رأس مال عامل)	٤٠ %	٤٠٠	استثمارات مؤقتة
١٠٠ %	١٢٠٠	إجمالي أصول	١٠٠ %	١٠٠٠	إجمالي استثمارات

ومن الجدول السابق نعرض ما يلي:

- **التحليل من المنظور المحاسبي:** يتبـين أن هيكـل أصول المنشأة والذي يتكون من الأصـول الثابتـة بنسبة أعلى من الأصول المتداولة سيكون سليما فيما لو كانت هذه المنشأة تمارس النـشاط الـصناعي أو الزراعي أو الخدمي، وسيكون غير ذلك فيمـا لـو كانت تمارس النشاط التجاري حيـث لـم توضـح البيانات طبيعة النشاط الفعلي للمنشأة.
- **أما التحليل من المنظور المالي:** فيشير أيضا علـى سلامة هيكل الاستثمارات فيما لـو كانـت المنـشأة

تمارس النشاط الصناعي أو الزراعـي أو الخـدمي وسيكون غير ذلك إذا كانت تمارس النشاط التجاري.

ونعتقد أن القارئ يتساءل الآن عن الأسلوب الـذي تـم استخدامه في تحديد الهيكل من المنظور المالي، وننـوه فـي هذا المجال إلى أن قيمة الاستثمارات الدائمة مـن منظـور الفكر المالي قد تم تحديدها كما يلي:

قيمة الاستثمارات الدائمة = صافي الأصـول الثابتـة + الجزء الدائم من رأس المال العامل واللازم لتشغيل الأصول الثابتة:

= صافي الأصول الثابتة + صافي رأس المال العامل

= صافي الأصـول الثابتـة + (الأصـول المتداولـة . الخصوم المتداولة)

= ٧٠٠ + (٥٠٠ . ٦٠٠)

= ٧٠٠ . ١٠٠ = ٦٠٠ ألف جنيه.

في الوقت الذي تم فيه التوصل إلى قيمـة الاسـتثمارات المؤقتة كما يلي:

الاستثمارات المؤقتة = قيمة الأصول المتداولة . الجـزء الدائم من رأس المال العامل واللازم لتشغيل الأصول الثابتة.

وفي ظل افتراضنا بأن الجزء الـ دائم مـ ن رأس المـ ال العامل المذكور تبلغ قيمته ١٠٠ ألف جنيه فقد تم التوصـ ل إلى قيمة الاستثمارات المؤقتة كما يلي:

قيمة الاستثمارات المؤقتة = ٥٠٠ . ١٠٠ = ٤٠٠ ألف جنيه.

ولتأكيد التفوق الواضح للمنظور المالي عـ ن المنظـ ور المحاسبي في مجالنا هذا والمرتبط بتحليل مدى سلامة هيكل الاستثمارات، نجد أن التحليل من المنظـ ور المحاسـ بي قـ د انحصر في إعطاء وصف للتوزيع النسبي لأرصدة الأصول المدرجة بالجانب الأيمن من قائمة المركز المالي ف الوقـ ت الذي نجد فيه أن المنظور المالي لذات مجال التحليـ ل يمتـ د ليعطينا أبعادا إضافية والتي يمكن تبسيطها وعرضها علـ ى النحو التالي:

- أن تطبيق منهج التغطية في التمويل للتوصـ ل إلـ ى هيكل مالي متوازن لم يتم في هذه المنشأة حيث نجد أن مصادر التمويل الدائمة المتاحة لهذه المنشأة قـ د بلغت ٦٠٠ ألف جنيه (حقوق الملكيـ ة + الخـ صوم طويلة الأجل) والتي تحتم الأصول العلمية توجيههـ ا

نحو الاستثمارات الدائمة والمتمثلة في قيمة الأصول الثابتة وما يلزم لتشغيلها مـن رأس المـال العامـل الدائم، ولكن الذي حدث بالفعل أن إدارة المنشأة قـد أقرت استثمارات في الأصول الثابتة وحدها بلغـت ٧٠٠ ألف جنيه، الأمر الذي حتم عليها الاتجاه إلـى تمويل هذا النقص من مصادر تمويل قصيرة الأجـل مما أدى إلى تضخم قيمتهـا لتزيـد علـى القيمـة الإجمالية لرأس المال العامل وهو الأمر الذي نـتج عنه في النهاية ظهور صافي رأس المـال العامـل بقيمة سالبة.

والواقع أن هذا البعد الإضافي في نتائج التحليـل يمثـل مجالاً جوهريا متزايد القيمة في مجال التحليل وفـي مجـال صناعة القرارات المالية.

تحليل هيكل استخدامات رأس المال المستثمر:

الواقع أن هذا المجال التحليلي يـرتبط إلـى حـد كبيـر بالمجال السابق مباشرة والمرتبط بتحليل هيكل الاسـتثمارات الإجمالية حيث إن اصطلاح رأس المال المستثمر في الفكـر المالي يعكس الأجل المستقبلي الطويل، سواء فيمـا يتعلـق

باستخدامات الأموال أو بمـ.ـصادر تمويلهـ.ـا، حيـ.ـث يعنـ.ـي الاستخدامات الدائمة أو طويلة الأجل، وكذلك مصادر التمويل الدائمة أو طويلة الأجل، **وتعني الأولـ.ـى** صـ.ـافي الأصـ.ـول الثابتة وشبه الثابتة بالإضافة إلى الجزء الدائم من رأس المال العامل (صافي رأس المال العامل)، في حين **تعنـ.ـي الثانيـ.ـة** صافي حقوق الملكية بالإضافة إلى الخصوم طويلة الأجـ.ـل، وعلى ذلك يمكن استخدام هذه المفاهيم في احتساب قيمة رأس المال المستثمر من جانبي الميزانية العمومية. ولتأكيـ.ـد هـ.ـذه الحقيقة المرتبطة بمفهـ.ـوم رأس المـ.ـال المـ.ـستثمر وكيفيـ.ـة التوصل إلى قيمته نعرض للقارئ الأمثلة الثلاثة التالية:

المثال الأول: منشأة يبلغ إجمالي أصولها ٢٠٠ ألف جنيه، أصولها الثابتة ١٥٠ ألف جنيه، خصومها المتداولة ٢٠ ألف جنيه.

احسب قيمة رأس المال المستثمر من جانبي قائمة المركز المالي للمنشأة.

يمكننا التوصل إلى القيمة المطلوبة لـ.ـرأس المـ.ـال المستثمر مـ.ـن خـ.ـلال إعـ.ـداد الحـ.ـسابات التاليـ.ـة والمرتبطة بجانب الأصول:

بما أن إجمالي الأصول = الأصول الثابت.ة + الأص.ول المتداولة.

إذاً الأصول المتداولة = إجمالي الأص.ول . الأص.ول الثابتة.

= ٢٠٠ . ١٥٠ = ٥٠ ألف جنيه.

بما أن صافي رأس المال العامل = أص.ول متداول.ة . خصوم متداولة

إذاً صافي رأس المال العامل = ٥٠ . ٢٠ = ٣٠ أل.ف جنيه.

بما أن رأس المال المستثمر = الأصول الثابتة + ص.افي رأس المال العامل.

إذاً رأس المال الم.ستثمر = ١٥٠ + ٣٠ = ١٨٠ أل.ف جنيه من جانب الأصول.

هذا ويمكننا التوصل إلى القيمة المطلوب.ة ل.رأس المال المستثمر من جان.ب الخ.صوم م.ن خ.لال الحسابات التالية:

، بما أن إجمالي الأصول = إجمالي الخصوم.

إذاً إجمال الخصوم = ٢٠٠ ألف جنيه.

بما أن إجمالي الخصوم = (حقـوق الملكيـة + خـصوم طويلة الأجل) + خصوم متداولة.

إذاً حقوق الملكية + خصوم طويلـة الأجـل = إجمـالي الخصوم . خصوم متداولة.

إذاً رأس المال المستثمر من جانب الخـصوم = ٢٠٠ . ٢٠ = ١٨٠ ألف جنيه.

وهي نفس القيمة التي توصلنا إليها من جانب الأصول.

المثال الثـاني: منشأة يبلغ إجمالي أصولها مليون جنيـه، وتبلغ قيمة صافي رأس المال العامـل صـفر، تبلـغ قيمـة الخصوم المتداولة ٧٠٠ ألف جنيه، تبلغ قيمة الخصوم طويلة الأجل ٢٠٠ ألف جنيه.

احسب قيمة رأس المال المستثمر من جانب قائمة المركز المالي للمنشأة.

حساب قيمة رأس المـال المـستثمر مـن جانـب الأصول:

بما أن صافي رأس المال العامل = أصـول متداولـة . خصوم متداولة

إذًا الأصول المتداولة = صافي رأس المـال العامـل + الخصوم المتداولة

إذًا الأصول المتداولـة = صـفر + ٧٠٠ = ٧٠٠ ألـف جنيه.

بما أن: إجمالي الأصول = الأصول الثابتة + الأصـول المتداولة.

إذًا الأصول الثابتـة = إجمـالي الأصـول ـ الأصـول المتداولة.

إذًا الأصول الثابتة = ١٠٠٠ ـ ٧٠٠ = ٣٠٠ ألف جنيه.

إذًا رأس المال المستثمر = الأصول الثابتة + صافي رأس المال العامل

= ٣٠٠ + صفر = ٣٠٠ ألف جنيه.

حساب قيمة رأس المـال المـستثمر مـن جانـب الخصوم:

بما أن: إجمالي الخصوم = حقـوق الملكيـة + خـصوم طويلة الأجل + خصوم متداولة إذًا:

حقوق الملكية = إجمالي الخـصوم ـ (خـصوم طويلـة الأجل + خصوم متداولة)

إذاً حقوق الملكيـة = ١٠٠٠ ـ (٢٠٠ + ٧٠٠) = ١٠٠ ألف جنيه.

، **بما أن:** رأس المال المـستثمر = حقـوق الملكيـة + خصوم طويلة الأجل.

إذاً: رأس المال المستثمر = ١٠٠ + ٢٠٠ = ٣٠٠ ألـف جنيه.

وهي ذات القيمة التي توصلنا إليها من الجانـب الأيمـن لقائمة المركز المالي.

المثال الثالث: منشأة يبلغ إجمـالي أصـولها ٥٠٠ ألـف جنيه، وتبلغ قيمة حقوق الملكية، الخصوم طويلـة الأجـل، الخصوم المتداولة ١٥٠ ألف جنيه، ٢٠٠ ألف جنيـه، ١٥٠ ألف جنيه على التوالي، ترتبط المنشأة بقيمة سالبة لـصافي رأس المال العامل قدرها ٥٠ ألف جنيه.

احسب قيمة رأس المال المستثمر من جانب قائمة المركز المالي للمنشأة.

*** حساب قيمة رأس المال المـستثمر مـن جانـب الأصول:**

بما أن صافي رأس المال العامل = أصـول متداولـة . خصوم متداولة.

إذاً الأصول المتداولة = الخصوم المتداولة + صافي رأس المال العامل.

إذاً الأصول المتداولة = ١٥٠ . ٥٠ = ١٠٠ ألف جنيه.

بما أن إجمالي الأصول = أصول ثابتة + أصول متداولة.

إذاً قيمة الأصول الثابتة = إجمالي الأصول . الأصـول المتداولة

= ٥٠٠ . ١٠٠ = ٤٠٠ ألف جنيه.

بما أن رأس المال المستثمر = أصول ثابتـة + صـافي رأس المال العامل.

= ٤٠٠ . ٥٠ = ٣٥٠ ألف جنيه.

*** قيمة رأس المال المستثمر من جانب الخصوم:**

رأس المال المستثمر = حقوق الملكية + الخصوم طويلـة الأجل.

= ١٥٠ + ٢٠٠ = ٣٥٠ ألف جنيه.

وهي ذات القيمة التي توصلنا إليها من الجاذ.ب الأيم.ن لقائمة المركز المالي للمنشأة.

وتؤكد الأمثلة الثلاثة المذكورة على المفهوم المحدد لرأس المال المستثمر وأسلوب التوصل إلـ.ى قيمتـ.ه مـ.ن جاذ.ب الميزانية العمومية للمنشأة موضع التحليل وذلك مـ.ن خـ.لال كونه مصدر طويل الأجل للأموال وكذلك من خـ.لال كونـ.ه استخدام طويل الأجل للأموال.

ومن الواضح أن مجال اهتمامنا هنا ينحصر فـ.ي تحليـ.ل هيكل استخدامات رأس المال المستثمر وتحديد مدى سلامته، وهو الأمر الذي رأينا معه إعادة التعامل مع النتـ.ائج التـ.ي توصلنا إليها من عرض الأمثلة الثلاثة السابقة وذلك داخـ.ل محتويات الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٤)

(القيمة بالألف جنيه)

حالات افتراضية بيان	الحالة الأولى		الحالة الثانية		الحالة الثالثة	
	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
صافي أصول ثابتة + صافي رأس المال العامل	١٥٠	٨٣ %	٣٠٠	١٠٠ %	٤٠٠	١١٤ %

	٣٠	١٧ %	صفر	.	(٥٠)	. ١٤ %
رأس المال المستثمر	١٨٠	١٠٠ %	٣٠٠	١٠٠ %	٣٥٠	١٠٠ %

والسؤال الآن ينحصر في: مدى إمكانية استخدام البيانات المدونة بالجدول السابق في إبداء الرأي عن م.دى س.لامة استخدام رأس المال المستثمر في الحالات الثلاثة من عدمه.

والوقع أننا وفي حدود ما سبق أن عرضنا له ف.ي ه.ذا الفصل يمكننا التأكيد على حتمية ظهور صافي رأس الم.ال العامل بقيمة موجبة تعكس التواجد الفعلي لتلك القيمة الدائمة من الاستثمار في رأس المال العامل والمخ.صص لت.شغيل الأصول الثابتة بعد الاطمئنان على قدرة القيمة المتبقية م.ن رأس المال العامل لمواجه.ة وس.داد الالتزام.ات المؤقت.ة (مصادر التمويل قصيرة الأجل) وهو الأمر ال.ذي يمكنن.ا وبشكل مبدئي أن نحكم على عدم سلامة طريق.ة اس.تخدام رأس المال المستثمر في الحالتين الثانية والثالثة والت.ي ل.م تظهر فيها القيمة الموجبة لصافي رأس المال العام.ل، ف.ي الوقت الذي يمكننا فيه القطع بأن الحالة الأولى تمثل الحال.ة الأكثر تميزا داخل حدود الحالات الثلاث الموضحة.

وفي اتجاه التوصل إلى درجة أعلى من العمق في مجال التحليل وفي مجال المناقشة فلنركز تعاملنا مع الحالة الأولى

فقط والتي تمثل أفضل الحالات الثلاث من منظور اسـ.ـتخدام رأس المال المستثمر، وذلك من خلال التساؤل المرتبط بمدى إمكانية الحكم القاطع بسلامة استخدام رأس المال المـ.ـستثمر بها.

والإجابة أننا لسنا في موقف يسمح بالقطع بـ.ـسلامة هـ.ـذا الاستخدام وأننا سنكون في هذا الموقف فقط فيما لو تمكنا من التحديد الدقيق لتلك القيمة الموجبة التي يجب أن يظهر بهـ.ـا صافي رأس المال العامل والتي نطلق عليها القيمة الموجبـ.ـة المعيارية وعلاقتها بقيمته الفعلية الظاهرة وهـ.ـي ٣٠ ألـ.ـف جنيه.

وفي هذا المجال يمكننا التأكيد علـ.ـى أن سـ.ـلامة هيكـ.ـل استخدامات رأس المال المستثمر بالمنشأة موضـ.ـع التحليـ.ـل ستتواجد في حالة توجيه قيمته المتاحة وهي ١٨٠ ألف جنيه إلى كل من صافي الأصول الثابتة والجزء الدائم مـ.ـن رأس المال العامل اللازم لمتطلبات تشغيلها بشكل يتلاءم مع طبيعة نشاطها وظروفها الخاصة.

وفيما يتعلق بذلك الجزء الموجهة للاستثمار الـ.ـدائم فـ.ـي الأصول الثابتة ذاتها فلقد سبق أن أكدنا على أن طبيعة عمل

المشروع هي التي تحدد توزيع الاستثمارات الإجمالية فيما بين الأصول الثابتة ورأس المال العامل في صورته الإجمالية الأمر الذي يحتم أن يتم التوزيع المذكور بالطريقة التي تساعد على تحقيق أهداف المشروع بكفاية.

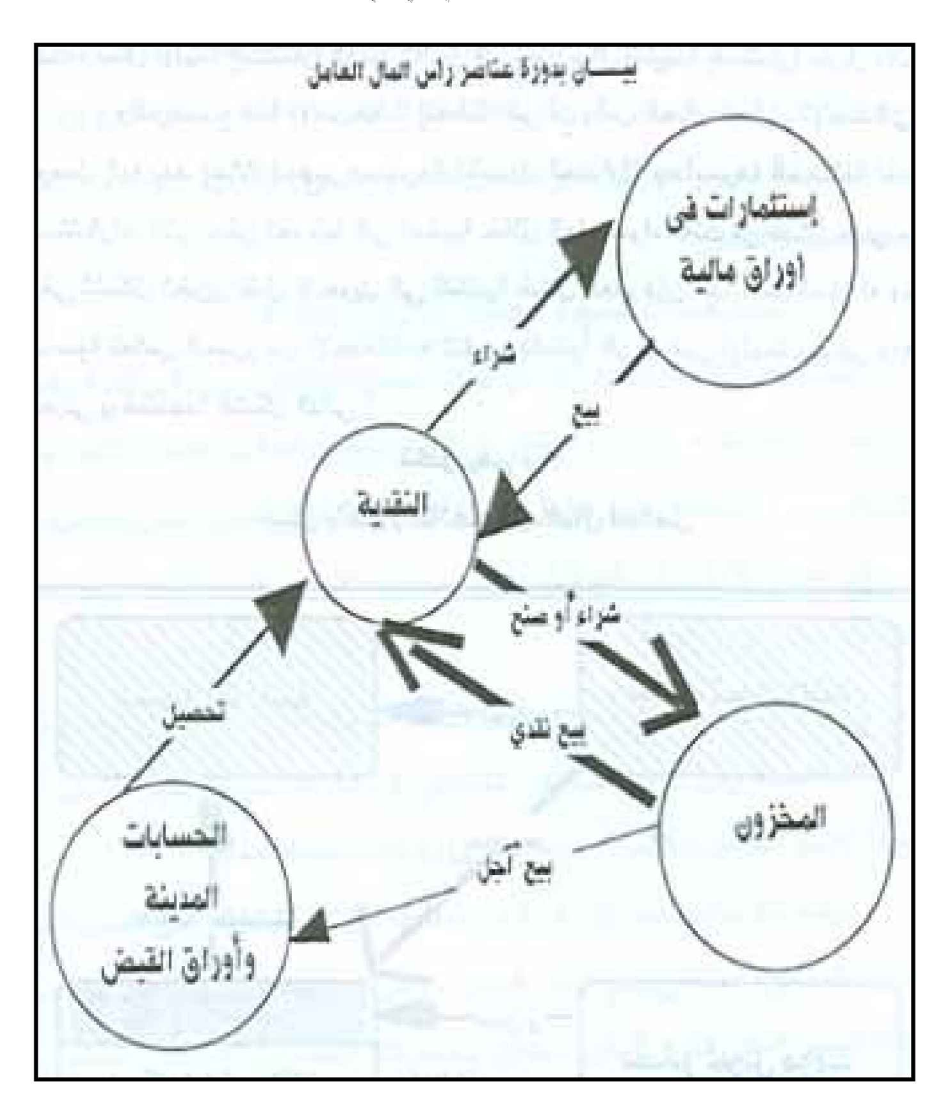
وأما ما يتعلق بذلك الجزء الموجهة إلى الجزء الدائم من رأس المال العامل واللازم لمتطلبات تشغيل الأصول الثابتة فيمثل المشكلة الحقيقية التي نحن في مواجهتها الآن وهو الأمر الذي يحتم علينا مناقشة رأس المال العامل الإجمالي على الوجه الآتي:

دورة رأس المال العامل:

يوضح الشكل التالي الدورة الطبيعية لرأس المال العامل والتي تبدأ بالنقدية وتنتهي بالنقدية أيضا والتي تساعد على حصر عناصر رأس المال العامل وتحديد طبيعة العلاقات المتداخلة فيما بينها، وأيضا تحديد درجة السيولة المرتبطة بكل عنصر من عناصر رأس المال العامل.

إلى الفهرس

شكل رقم (١)



إلى الفهرس

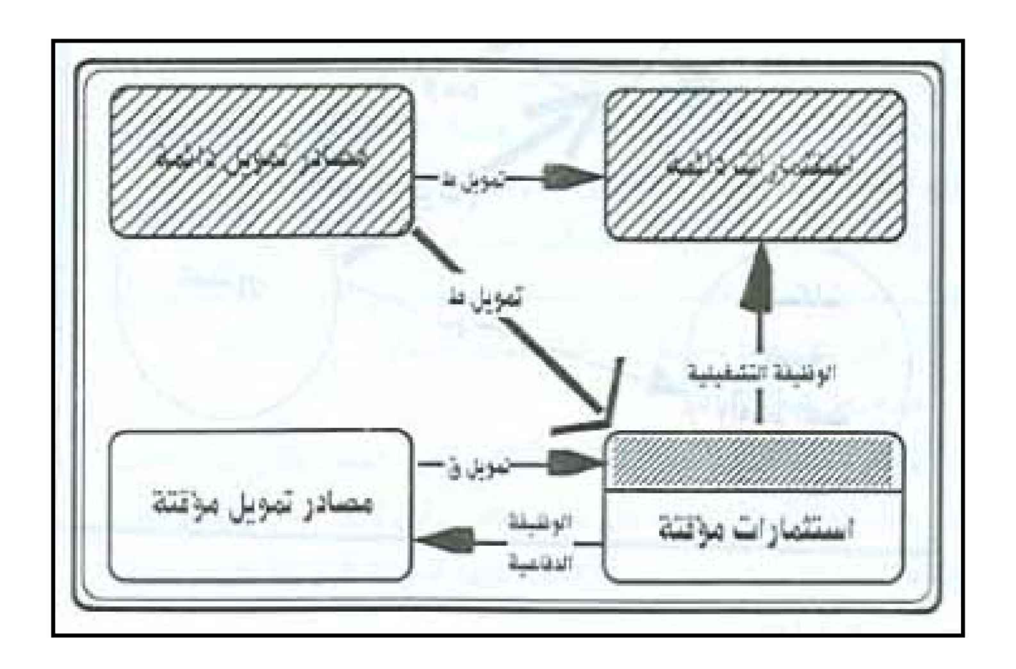
أهم وظائف رأس المال العامل:

إن رأس المال العامل يمثل استثمارا أو استخداما قـ.ـصير الأجل للأموال وأن النظرة التحليلية المتفحـ.ـصة تؤكـ.ـد أنـ.ـه يحوي نوعين من الاستخدام أو الاستثمار في ذات الوقـ.ـت، يمثل أولهما استثمارا قصير الأجل في حين يمثـ.ـل ثانيهمـ.ـا استثمارا طويل الأجل.

ولتوضيح هذا الأمر فلقد اتفقنا على أن رأس المال العامل الإجمالي يتم التوصل إليه بعد إعادة تجهيز مجموعة الأصول المتداولة بعناصرها المختلفة لتعكس الاستثمارات التي يمكن تحويلها إلى النقدية خلال العام سواء أكانت في شكل نقـ.ـدي مطلق أم في أشكال أخرى تقبل التحويل إلى النقديـ.ـة خـ.ـلال العام فإن هذا الاستثمار له وظيفة أساسية تعكس المبرر مـ.ـن الاحتفاظ به، تنقسم داخليا إلى شقين أولهما دفاعي والآخـ.ـر تشغيلي يوضحهما الشكل التالي:

شكل رقم (٢)

بيان بأهم وظائف رأس المال العامل



وفيما يلي توضيح لكل من الوظيفتين:

أ . الوظيفة الدفاعية Def. function :

يقصد بالوظيفة الدفاعية لرأس المال العامل مدى استعداده لسداد الالتزامات قصيرة الأجل والتي تستوجب السداد خلال

إلى الفهرس

مدة لا تزيد عن السنة، الأمر الذي يؤكد على كونه استثمارا قصير الأجل تحتم الأصول العلمية للتمويل ضرورة تمويلـ.ـه من مصادر تمويلية قصيرة الأجل.

٢ . الوظيفية التشغيلية Operating function:

يقصد بالوظيفة التشغيلية لرأس المال العامل ذلك الجـ.ـزء من رأس المال العامل الذي يتحتم الاحتفاظ به بصورة دائمة في المنشأة لمتطلبات تشغيل الأصول الثابتة والـ.ـذي يمثـ.ـل بالضرورة استثمارا طويل الأجل وتحتم الأصـ.ـول العلميـ.ـة للتمويل ضرورة تمويله من مصادر طويلة الأجل. إن ذلـ.ـك الجزء يعرف باصطلاح صافي رأس المـ.ـال العامـ.ـل Net working capital.

إن صافي رأس المال العامل يؤدي إلى جانـ.ـب وظيفتـ.ـه التشغيلية وظيفة فرعية أخرى أقل أهمية وهي تدعيم الموقف الائتماني للمنشأة من خلال توفير هامش أمان لدائنيها للأجل القصير، الأمر الذي يحتم ضرورة ظهوره بقيمة موجبة.

والواقع أننا وكما سبق أن ذكرنا فـ.ـي مواجهـ.ـة مـ.ـشكلة أساسية وهي تحديد القيمة الموجبة المعيارية لـ.ـصافي رأس المال العامل، والتي تساعدنا وإلى حد كبير في جال صناعة

إلى الفهرس

المدير المالي للقرار المالي المتعلق بتحديد ذلك الحجـم من الاستثمار الدائم لرأس المال العامل وكذلك في مجال التحليل المالي حيث يوجه الاهتمام نحو المقارنة بين صافي رأس المال العامل المعياري وبين صافي رأس المال الفعلي.

وفيما يلي تحديد لكل من المجالين المذكورين:

* تحديد حجم الاستثمار الدائم في رأس المال العامل في مجال صناعة قرار الاستثمار:

الواقع أننا في هذا المجال نقدم إلى المدير المالي النموذج التالي:

$$ع = \frac{ر\ أ + ر\ خ}{٢٤} \times ن$$

حيث إن:

ع: تمثل قيمة الاستثمار الدائم المعياري في رأس المال العامل.

، **ر أ:** تمثل رصيد رأس المال العامل أول المدة.

، **ر خ:** تمثل رصيد رأس المال العامل آخر المدة.

، **ن:** تمثل عدد الشهور المعيارية التي يحتم طبيعة النشاط الاحتفاظ باحتياجاتها من رأس المال العامل بصفة دائمة.

إلى الفهرس

∴ $\frac{\text{ر أ + ر خ}}{٢٤}$ تمثل المتوسط الشهري لرصيد رأس المال العامل

هذا وفي اتجاه تعظيم درجة الاستفادة المهارية في مجـال صناعة القرار المـذكور فلنحـاول التعامـل مـع الحالـة الافتراضية التالية والمتعلقة بإحدى المشروعات التجارية كما ظهرت في نهاية عام ١٩٩٣.

إجمالي الأصول ٣٠٠ ألف جنيه، بلغت أرصدة النقديـة، استثمارات الأوراق المالية، صافي الحسابات المدينة وأوراق القبض والمخزون: ٣ ألف جنيه، ٤٠ ألف جنيه، ٧٠ ألـف جنيه، ٦٠ ألف جنيه على التـوالي، تحـتم طبيعـة نـشاط المشروع الاحتفاظ باحتياجات ثلاثة شهور من رأس المـال العامل بصفة دائمة.

وبصفتك مديرا ماليا لهذا المشروع فهل يمكنك اسـتخدام البيانات المتاحة في مجال صناعة القرارات المالية المرتبطة بالتمويل والاستثمار لعام ١٩٩٤ في ظل افتراض عدم وجود أية توسعات متوقعة في قيمة الاستثمارات الإجمالية، كيف؟

وبصفتك مديرا ماليا للمشروع المذكور فيجـ.ـب أن تبـ.ـدأ بالتحليل المحاسبي لهيكل الأصول الحالي للمـ.ـشروع وذلـ.ـك على الوجه التالي:

جدول رقم (٥)

قائمة المركز المالي للمشروع في ٣١/ ١٢/ ١٩٩٣

(القيمة بالألف جنيه)

هيكل الأصول			هيكل الخصوم		
%	قيمة	بيان	%	قيمة	بيان
	٣٠	نقدية			
	٤٠	أوراق مالية			
	٧٠	صافي حسابات مدينة وأوراق قبض			
	٦٠	مخزون			
٦٦,٧ %	٢٠٠	أصول متداولة			
٣٣,٣ %	١٠٠	صافي أصول ثابتة			
١٠٠ %	٣٠٠	إجمالي أصول	١٠٠ %	٣٠٠	إجمالي خصوم

ومن الواضح أننا قد أهملنا الجانب الأيسر من الميزانيـ.ـة المعبرة عن السنة المنتهية نظرا لعدم توافر البيانـ.ـات التـ.ـي

تمكننا من ذلك، وهو الأمر الذي يعكس نوعا من التحكم المخطط لتوسيع قاعدة الاستفادة وتنمية المهارة لدى القارئ.

وبفحص هيكل أصول المشروع نجده وبشكل عام يتماشى مع طبيعة نشاطه التجاري حيث يتكون بدرجة كبيرة من الأصول المتداولة وبدرجة أقل من الأصول الثابتة.

وبافتراض أن ظروف المشروع المتوقعة خلال عام ١٩٩٤ تقضي بتخفيض قيمة الاستثمار في رأس المال العامل الإجمالي بمعدل ٢٠ % وتوجيهها لتوسعات مدروسة في الأصول الثابتة داخل نطاق الحجم الإجمالي الحالي للتمويل والاستثمار (٢٠٠ ألف جنيه) بحيث ينخفض حجم الاستثمار في رأس المال العامل من ٢٠٠ ألف جنيه إلى ١٦٠ ألف جنيه فقط يتم توزيعها على كل من النقدية، الأوراق المالية والحسابات المدينة والمخزون كما يلي: ٢٠ ألف جنيه، ٣٠ ألف جنيه، ٥٠ ألف جنيه، ٦٠ ألف جنيه على التوالي.

والآن يمكنك استخدام النموذج السابق ذكره في تحديد حجم الاستثمار الدائم في رأس المال العامل في مجال صناعة القرار كما يلي:

بما أن ع = $\frac{ر أ + ر خ}{\quad}$ × ن

٢٤

$$\text{إذاً ع لعام ١٩٩٤} = \frac{\text{١٦٠ + ٢٠٠}}{\text{٢٤}} \times \text{٣} = \text{٤٥ ألف جنيه}$$

والآن يمكنك تصوير قائمة المركز المالي المخططة لعام ١٩٩٤ على الوجه التالي:

جدول رقم (٦)

قائمة المركز المالي المخططة للمشروع

في نهاية عام ١٩٩٤

(القيمة بالألف جنيه)

%	قيمة	بيان	%	قيمة	بيان
٤٦,٧ % ١٥ %	١٤٠ ٤٦	صافي أصول ثابتة صافي رأس مال عامل	٣٣ز٣ %	١٠٠	حقوق ملكية
٦١,٧ %	١٨٥	استثمارات دائمة	٢٨,٤ %	٨٥	خصوم طويلة الأجل
٣٨,٣ %	١١٥	استثمارات مؤقتة	٣٨,٣ %	١١٥	خصوم متداولة
١٠٠ %	٣٠٠	إجمالي استثمارات	١٠٠ %	٣٠٠	إجمالي م. صادر تمويل

إلى الفهرس

وتوضح القائمة السابقة والتي تم إعـدادها وإظهارهـا لتعكس وبوضوح منظور الفكر المالي وليس منظور الفكـر المحاسبي حيث يهـتم الأخيـر وفـي نهايـة عـام ١٩٩٤ وبافتراض اتخاذ القرارات الموضحة وتنفيذها بتسجيل هـذه التصرفات في صورة ميزانية يبلغ إجمالي قيمتها ٣٠٠ ألف جنيه، وتبلغ أصولها الثابتة ١٤٠ ألف جنيه، وتبلغ أصـولها المتداولة ١٦٠ ألف جنيه موزعة في صورة ٢٠ ألف جنيـه لرصيد النقدية، ٣٠ ألف جنيه لرصيد الأوراق الماليـة، ٥٠ ألف جنيه لرصيد الحسابات المدينة وأوراق القـبض و ٦٠ ألف جنيه لرصيد المخزون. هذا هو أداء الوظيفة المحاسبية اللاحقة أما أداء الوظيفة المالية السابقة فيتمثل في القـرارات المالية التالية:

١- تصفية قيم عناصر رأس المال العامل بمقـدار ٤٠ ألف جنيه واستخدام حصيلتها في شراء أصول ثابتة إضافية، حيث تمثل حـصيلة التـصفية المـذكورة المصدر الإضافي لتمويل التوسـع المـذكور فـي الأصول الثابتة والتي تمثل في ١٠ آلاف جنيه مـن

إلى الفهرس

النقدية، ١٠ آلاف جنيه من بيع أوراق ماليـة ٢٠٠ ألف جنيه من تحصيلات نقدية من عملاء المشروع.

٢- أن يتم الاحتفاظ بمبلغ ٤٥ ألف جنيـه مـن القيمـة الإجمالية لرأس المال العامل وذلك بـصفة دائمـة لمواجهة متطلبات تشغيل الأصول الثابتة علـى أن يتم الاحتفاظ بمبلغ ١١٥ ألف جنيه كرأس مال عامل مؤقت يستخدم لمواجهة متطلبات سداد الالتزامـات قصيرة الأجل.

٣- وبافتراض أن قيمة حقوق الملكية تبلـغ ١٠٠ ألـف جنيه وعند تكوين وإقرار الهيكل التمويلي للمشروع فيجب الحرص على ألا يتعدى اعتماده على مصادر التمويل قصيرة الأجل مبلغ ١١٥ ألف جنيه وعلـى مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل بقيمة تزيـد عند ٨٥ ألف جنيه.

٤- ومن الواضح أن القرارات السابقة والمرتبطة بكـل من التمويل والاستثمار سوف تؤدي إلى الحـصول على هيكل استثمارات يتوافق مـع طبيعـة نـشاط المشروع وعلى هيكل تمويل يـتلاءم مـع هيكـل

استثماراته وبالتالي التوصل إلـى الهيكـل المـالي المتوازن وهو الأمر الذي سيعكس آثاره الإيجابيـة وبالضرورة على السيولة والربحية وذلك في اتجـاه تعظيم قيمة المشروع.

٥- توصل المدير المالي للاستخدام الأمثل لرأس المـال المستثمر والذي يمكن توضيحه من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

بيان بالاستخدام الأمثل لرأس المال المستثمر للمشروع موضع التحليل عن عام ١٩٩٤

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	قيمة	%
صافي أصول ثابتة	١٤٠	٧٦ %
+		
صافي رأس مال عامل	٤٥	٢٤ %
إجمالي رأس مال مستثمر	١٨٥	١٠٠ %

إن أي انحراف عن التوزيـع الموضـح بهـذا الجـدول سيعكس استخداما غير سليم لرأس المال المستثمر في هـذا

المشروع والذي يتمثل في ٧٦ % صافي أصول ثابتـة، ٢٤ % صافي رأس مال عامل.

ونعتقد الآن أن الأمر أصبح واضحا بالنـسبة لـصناعة القرار المالي الاستثماري المرتبط بتحديد القيمة المطلوبة من رأس المال العامل الدائم لمواجهة متطلبات تشغيل الأصـول الثابتة، وهو الأمر الذي يساعد المدير المالي وبالضرورة في التوصل إلى العديد من القرارات المالية الأخـرى المتخـذة بشكل سليم يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المنـشأة مـن خلال مركز مالي متوازن.

تحليل حجم الاستثمار الدائم فـي رأس المـال العامل في مجال التحليل والمتابعة:

من المنطقي أن ينحصر دور الأسلوب العلمـي لتحليـل مدى ملاءمة حجم الاستثمار الدائم في رأس المال العامل في مجال الشركات القائمة حيث يستخدم فـي مجـال الرقابـة والمتابعة بهدف تحديد الانحرافات وتصويبها؛ الأمـر الـذي يعني وبالضرورة عدم مناقشة القيمـة الفعليـة للالتزامـات

الجارية بالشركة موضع التحليل، ويتمثل الأسـلوب العلمـي المذكور في استخدام النموذج المقترح التالي:

درجة كفاية رأس المال العامل الدائم =

صافي رأس المال العامل الفعلي ـ صافي رأس المال العامل المعياري

حيث إن:

* صافي رأس المال العامل الفعلي = رأس المال العامل ـ الالتزامات الجارية.

$$\text{* صافي رأس المال العامل المعياري} = \frac{\text{متوسط قيمة رأس المال العامل}}{٢٤} \times \text{ن}$$

ومن المنطقي أن درجة الكفاية المثلى = صـفر. بمعنـى عدم وجود انحراف بين الموقف الفعلي والموقف المعياري.

هذا وفي اتجاه تعظيم درجة الاستفادة المهارية في مجـال التحليل والمتابعة فلنتجه للتعامل مع الحالة الافتراضية التالية:

أتيحت لك البيانات الآتية عن إحدى الـشركات التجاريـة فهل يمكنك استخدامها في تحديد مـدى سـلامة اسـتخدامها لرأس مالها المستثمر في عام ١٩٩٣، إذا علمت أن طبيعـة

نشاطها تحتم الاحتفاظ باحتياجات ٦ شهور من رأس المـ.ال العامل بصفة دائمة؟

جدول رقم (٨)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	٣١/ ١٢/ ١٩٩٣	٣١/ ١٢/ ١٩٩٢
إجمالي الأصول	١٠٠٠	٦٠٠
نقدية	١٤٠	٨٠
أوراق دفع		
مخزون	٩٠	١٠٠
استثمارات أوراق مالية	٢٦٠	١٢٠
دائنون	١٠٠	٥٠
قروض قصيرة الأجل	١٢٠	٥٠
صافي أصول ثابتة		
صافي حسابات مدينة	٣٠٠	١٥٠
حقوق ملكية	٣٠٠	١٠٠
خصوم طويلة الأجل	٢٠٠	٢٥٠
	؟	؟
	٢٠٠	١٠٠

يجب أن يبدأ البرنامج التحليلي المطلوب باستخدام البيانات المتاحة عن الشركة موضع التحليل في إعداد قائمتي المركز المالي للشركة وذلك على الوجه التالي:

جدول رقم (٩)

(القيمة بالألف جنيه)

٣١/ ١٢/ ٩٢	٣١/ ١٢/ ٩٣	الأصول	٣١/ ١٢/ ٩٣	٣١/ ١٢/ ٩٣	الخصوم
٨٠	١٤٠	نقدية	٢٠٠	٣٠٠	حقوق ملكية
٥٠	١٠٠	أ. أوراق مالية			
٢٥٠	٢٠٠	صافي حسابات مدينة			
١٢٠	٢٦٠	مخزون	١٠٠	٢٠٠	خصوم طويلة الأجل
٥٠٠	٧٠٠	إجمالي رأس مال عامل	٣٠٠	٥٠٠	خصوم متداولة
١٠٠	٣٠٠	صافي أصول ثابتة			أوراق دفع
					دائنون
					قروض قصيرة الأجل
٦٠٠	١٠٠٠	إجمالي أصول	٦٠٠	١٠٠٠	إجمالي خصوم

وبعد ذلك نتجه إلى تكوين الجدول التالي:

جدول رقم (١٠)

بيان بتحليل الاستخدامات الفعلية لرأس المال المستثمر

٣١/ ١٢/ ٩٢			٣١/ ١٢/ ٩٣			بيان
رقم قياس	%	قيمة	رقم قياس	%	قيمة	
١٠٠	٣٣ %	١٠٠	٣٠٠	٦٠ %	٣٠٠	صافي أصول ثابتة +
١٠٠	٦٧ %	٢٠٠	٢٠٠	٤٠ %	٢٠٠	صافي رأس المال العامل
١٠٠	١٠٠ %	٣٠٠	١٦٧	١٠٠ %	٥٠٠	إجمالي رأس المال المستثمر

ومن الجدول السابق يمكننا تقديم التحليل التالي:

على مستوى التحليل الرأس (تحليل الموقف في نهاية عام ١٩٩٢) يتبين أن رأس المال المستثمر قد تم استخدامه بنسبة كبيرة في صافي رأس المال العامـ.ل ذي القيمـ.ة الموجبـ.ة وبنسبة أقل في الأصول الثابتة وهو الأمـ.ر الـ.ذي يعطـ.ي انطباعا أوليا بسلامة طريقة استخدامه نظـ.را لتماشـ.يه مـ.ع طبيعة نشاطها التجاري.

أما على مستوى التحليل الأفقي يلاحظ أن هناك انطباعا أوليا باتجاه موقف استخدام رأس المال المستثمر نحو التدهور والمتمثل في استخدام رأس المال المستثمر بنسبة كبيرة فـ.ي الأصول الثابتة وبنسبة أقل في صافي رأس المـ.ال العامـ.ل ويرجع ذلك كما توضحه الأرقام القياسية إلى اتجـ.اه القيمـ.ة الإجمالية لرأس المال المستثمر نحو الزيادة بمعـ.دل ٦٧ % وجهت بكاملها إلى الاستثمار الإضافي الأصول الثابتة مـ.ع ثبات قيمة الاستثمار في صافي رأس المال العامل.

وكما هو واضح من التحليل المذكور أنه – وإلى هذا الحد – يتصف بعدم التعمق والمتمثـ.ل فـ.ي اسـ.تخدامنا لتعبيـ.ر

الانطباع الأولي والذي يمكن تحويله إلى نتائج مؤكـدة مـن خلال التحديد الدقيق للقيمة المعيارية لـصافي رأس المـال العامل وبالتالي تحديد مدى كفاية رأس المال العامل في نهاية عام ١٩٩٣ وذلك على الوجه التالي:

درجة كفاية رأس المال العامل في عام ١٩٩٤ =

(صافي رأس المال العامل الفعلي) . (صافي رأس المال المعياري)

= (أ م . خ م) . ($\frac{\text{ر أ + ر خ}}{٢٤}$ × ن)

= (٧٠٠ . ٥٠٠) . ($\frac{٥٠٠ + ٧٠٠}{٢٤}$ × ٦)

= ٢٠٠ . ٣٠٠ = . ١٠٠ ألف جنيه.

وحيث إن درجة الكفاية الناتجة لا تساوي صـفرا وهـو الأمر الذي يعني أن هناك انحرافاً في القيمة الفعلية لـصافي رأس المال العامل عن قيمته المعيارية بمقـدار ١٠٠ ألـف جنيه وهو الأمر الذي يحتم ضرورة زيادة قيمـة الاسـتثمار الدائم في رأس المال العامل بمقدار ١٠٠ ألف جنيه ليتحـول

من ٢٠٠ ألف جنيه إلى ٣٠٠ ألف جنيه وذلك مـ.ن خـ.لال الإجراءات البديلة التالية:

تعـديل مـصادر التمويـل (تغييـر الهيكـل التمويلي):

حيث يتم تعدل الهيكل التمويلي للشركة لكـ.ي يـ.ستوعب التعديل المطلوب مع تثبيت هيكل الأصول، وهو الأمر الذي يظهر قائمة المركز المالي للشركة على النحو التالي:

جدول رقم (١١)

(القيمة بالألف جنيه)

القيمة	الأصول	القيمة	الخصوم
٧٠٠	رأس مال عامل إجمالي	٣٠٠/ ٤٠٠	حقوق ملكية
		٢٠٠/ ٣٠٠	خصوم طويلة الأجل
٣٠٠	صافي أصول ثابتة	٥٠٠/ ٤٠٠	
			خصوم متداولة
١٠٠٠	إجمالي أصول	١٠٠٠	إجمالي خصوم

وتوضح القائمة السابقة أن تعديل الهيكل التمويلي للشركة موضع التحليل يتم من خلال تخفيض قيمة الخصوم قـ.صيرة الأجل لتصل قيمتها إلى ٤٠٠ ألف جنيه فقط لكـ.ي يظهـ.ر

صافي رأس المال العامل بالقيمة المعيارية وهي ٣٠٠ ألـف جنيه على أن يتم تدبير القيمة التي يتم بهـا تخفـيض قيمـة الخصوم المتداولة من أحد بديلين هما:

البديل الأول: زيادة حقوق الملكية من ٣٠٠ ألف جنيه إلـى ٤٠٠ ألف جنيه مع عدم تحريك قيمة الخصوم طويلة الأجل عما هي عليه الآن.

البديل الثاني: زيادة الخصوم طويلة الأجل مـن ٢٠٠ ألـف جنيه إلى ٣٠٠ ألف جنيه مع عدم تحريك قيمة حقوق الملكية عما هي عليه الآن.

والواقع أن تنفيذ أي من البديلين المذكورين والتي تحـدده الظروف الفعلية للشركة سيصل بها إلى الاسـتخدام الأمثـل لرأسمالها المستثمر والذي يظهر على الوجه التالي:

جدول رقم (١٢)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	قيمة	%
صافي أصول ثابتة	٣٠٠	٥٠ %
+		
صافي رأس مال عامل	٣٠٠	٥٠ %

١٠٠ %	٦٠٠	إجمالي رأس المال المستثمر

ومن المؤكد أن درجة كفاية رأس المال العامل بعد تنفيـذ الإجراءات المذكورة ستعبر عن الاسـتخدام الأمثـل حيـث ستكون مساوية للصفر.

درجة كفاية رأس المال العامل =

(صافي رأس المال العامل الفعلي) ـ (صافي رأس المال العامل المعياري) = ٣٠٠ ـ ٣٠٠ = صفر.

* تعديل هيكل الأصول (هيكل الاستثمارات):

حيث يتم تعديل هيكل استثمارات الشركة لكي يـستوعب التعديل المطلوب مع تثبيت هيكل التمويل الحـالي للـشركة وهو الأمر الذي يظهر قائمة المركز المالي للـشركة علـى النحو التالي:

القيمة	الأصول	القيمة	الخصوم
٨٠٠	رأس مال عامل إجمالي	٣٠٠	حقوق ملكية
		٢٠٠	خصوم طويلة الأجل
٢٠٠	صافي أصول ثابتة	٥٠٠	خصوم متداولة
١٠٠٠	إجمالي أصول	١٠٠٠	إجمالي خصوم

وتوضح القائمة السابقة أن تعديل هيكـل الاسـتخدامات (هيكل الأصول) للشركة موضع التحليل يتم من خلال تصفية

جزء من الأصول الثابتة وتوجيهها لزيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل الإجمالي، وهـ.و الأمـ.ر الـ.ذي سيـ.صل بالشركة إلى الاستخدام الأمثل لرأسمالها المـ.ستثمر والـ.ذي يظهر على الوجه التالي:

جدول رقم (١٤)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	قيمة	%
صافي أصول ثابتة + صافي رأس المال العامل	٢٠٠ ٣٠٠	٤٠ % ٦٠ %
إجمالي رأس المال المستثمر	٥٠٠	١٠٠ %

ومن المؤكد أيضا أن درجة كفاية رأس المال العامل بعد تنفيذ الإجراءات المذكورة ستعبر عن الاستخدام الأمثل حيث ستكون مساوية للصفر.

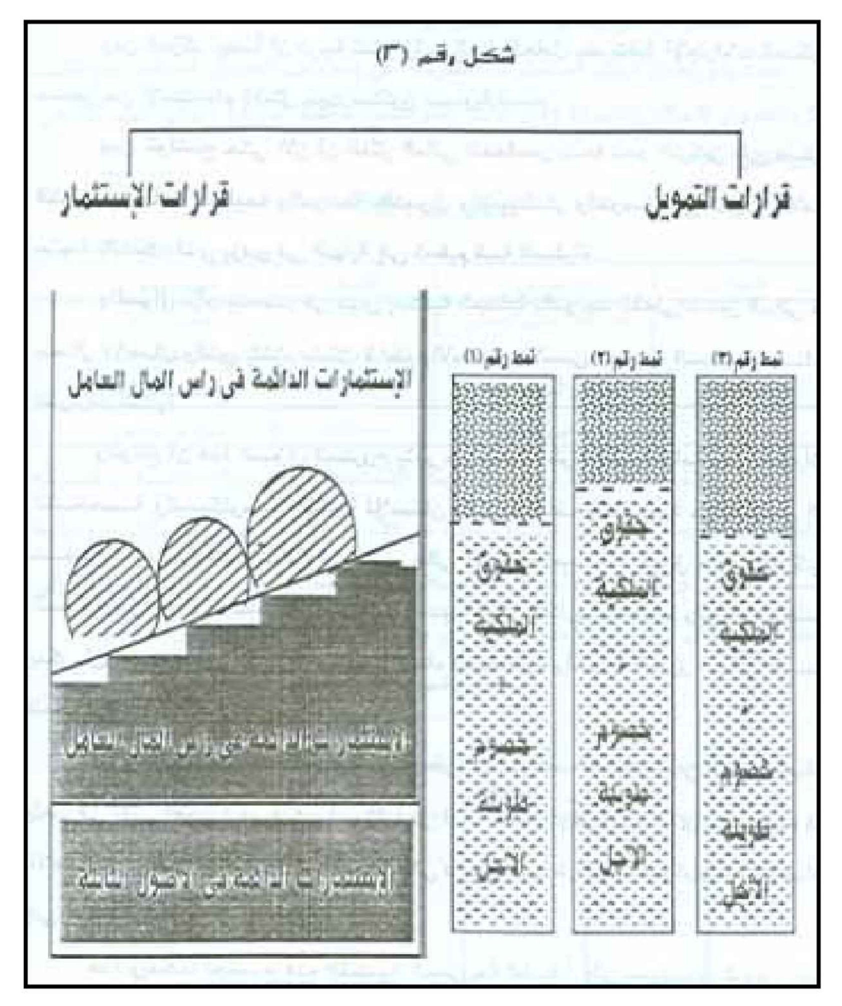
ومن الواضح حتى الآن أن الفكر المالي المعاصر يتجـ.ه نحو التركيز على صناعة القرارات المالية السليمة والمرتبطة بالتمويل والاستثمار والتوصل إلى التوازن الأمثـ.ل بينهمـ.ا بالشكل الذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المنشأة.

والسؤال الآن ينحصر في مدى إمكانية المطالبة بالتواجد الفعلي للمدير المالي في مجال الأعمال والذي يلتزم بـ.شكل قاطع بالأصول والأسس العلمية الحاكمة لصناعة القـ.رارات المالية.

والواقع أن هذا السؤال المطروح يثير من وجهة نظرنـ.ا قضية هامة وهي الجوانب الشخصية والسيكولوجية المكونـ.ة للإنسان والتي تختلف بالضرورة من شخص إلـ.ى شـ.خص آخر ومن مدير مالي إلى مدير مالي آخر وخاصة ما يتعلـ.ق منها بالتركيب السيكولوجي تجاه المخاطرة، حيث نجد المدير المالي الكاره للمخاطرة، وفي الوقت نفـ.سه يمكـ.ن أن نجـ.د المدير المالي المتحفظ تجاه المخاطرة، وأخيرا المدير المالي المحب للمخاطرة.

إن واقع الممارسة العمليـ.ة يؤكـ.د علـ.ى أن التركيـ.ب السيكولوجي للمدير المالي يلعب في أغلـ.ب الأحيـ.ان دورا كبيرا ومؤثرا في أدائه العملي وهو الأمر الذي يجب أخذه في الاعتبار في محاولة لتعظيم أداء المدير المالي داخل حـ.دود تركيبته السيكولوجية بالإضافة إلى الأصول العلمية المكونـ.ة للفكر المالي.

هذا ويمكننا توضيح هذه القضية المطروحة تطبيقاً علـى سياسات تمويل رأس المال العامل والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:



ونخرج من هذا الشكل بالحقائق الآتية:

- بالنسبة لقرارات الاستثمار والمحددة للتوزيع النسبي لمجالات الاستثمار الثلاثة الموضحة فنرى – وكم.ا سبق أن أكدنا في مواقع سابقة عل.ى – أن طبيع.ة النشاط الذي تمارسه المن.شأة يلع.ب دورا كبي.را ومؤثرا في تكوينها، حيث تخرج في أغلب الح.الات من دائرة التركيب الشخصي للمدير المالي.
- بالنسبة لقرارات التمويل والمتمثلة في تكوين الهيكل التمويلي وبالتالي الهيكل الم.الي للمن.شأة فيوض.ح الشكل السابق أننا في مواجهة ثلاثة أنماط تمويلي.ة تعكس وبالضرورة ثلاث.ة أنم.اط م.ن التركيب.ات السيكولوجية للمدراء الماليين هي:

النمط رقم (١): والذي يمكن تسميته بنمط الم.دير الم.الي الملتزم – وبالكامل – بالأصول العلمية للتمويل م.ن خلال التزامه التام بتطبيق منهج التغطية في التمويل والذي يعني كما سبق أن ذكرنا الالتزام بتمويل ك.ل استثمار بمصدر تمويلي بنفس مستوى الاستحقاق.

النمط رقم (٢): والذي يمكن تسميته بنمط المـ ـدير المـ ـالي المتحفظ "Conservative" وذلك من خلال اتجاهـ ـه إلى الاعتماد النسبي الكبير على مـ ـصادر التمويـ ـل الدائمة واعتماده النسبي الأقل على مصادر التمويـ ـل المؤقتة، حيث يتجه إلى تمويـ ـل جـ ـزء كبيـ ـر مـ ـن الاستثمارات المؤقتة بمصادر تمويل طويلة الأجـ ـل (دائمة) وهو الأمر الذي ينتج عنه هيكل مالي غيـ ـر متوازن بالمعنى العلمي وله انعكاساته السلبية المؤثرة على موقف الربحية وانعكاساته الإيجابية على موقف السيولة قصيرة الأجل كما سبق أن ذكرنا.

إن هذا النمط يتصف بالتحفظ الملحـ ـوظ تجـ ـاه اسـ ـتخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل والتي ترتبط بزيادة المخـ ـاطر التي تتعرض لها المنشأة والتي نطلق عليها المخاطرة المالية والمتمثلة في مخاطر عدم القدرة على سداد الديون بالإضافة إلى مخاطر التقلب في معدلات فوائد الاقتراض.

النمط رقم (٣): والذي يمكن تسميته بنمط المـ ـدير المـ ـالي المغامر "Aggressive" وذلك من خلال اتجاهه إلى الاعتماد النسبي الكبير على مصادر التمويل المؤقتة،

حيث يتجه – كما يتضح من الشكل السابق – إلـى تمويل جزء من الاستثمارات الدائمة بمصادر تمويل قصيرة الأجل متحملاً لدرجة أعلى مـن المخـاطرة المالية في مقابل توقفه لتحقيق قدر أكبر من الأرباح. وهو الأمر الذي يعني بالـضرورة عـدم اهتمامـه بالاحتفاظ بهيكل مالي متوازن.

إلى الفهرس

برنامج تحليل مقترحات الإدماج

Financial analysis of a proposed merger

لقد سبق أن تعرضنا ضمن محتويات الفصل السادس من هذا الكتاب لمفهوم حالة الفشل المـ.الي Financial failure أو حالة العسر المالي الحقيقي أو القانوني حيث تصل المنشأة إلى حالة تنعدم فيها قدرتها على مواجهة وسـ.داد التزاماتهـ.ا المستحقة للغير بكامل قيمتها من خلال القيمة الحقيقية لجملة أصولها المتاحة والتي يمكن التوصل إليها من خلال تطبيـ.ق النموذج المقترح لقياس الحالة المالية للمنشأة موضع التحليل والتي ينتج عنها معدلاً أقل كثيرا من ١٠٠ % وهو الأمـ.ر الذي يعكس مواجهة حالة فشل مالي كامـ.ل يمثـ.ل مـ.شكلة تستوجب العلاج داخل إطار منهجية البحث العلمـ.ي والـ.ذي يتكون من أربع خطوات هي [١]:

الخطوة الأولى: التشخيص الدقيق لأبعاد مشكلة الفشل المالي.

---

[1] – دكتور/ نبيل شاكر، الفشل المالي للمشروعات: التشخيص، التنبؤ، العلاج، منهج تحليلي، القاهرة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولـ.ى، ١٩٨٩، ص ٣١.

إلى الفهرس

الخطوة الثانية: صياغة فروض المشكلة.

الخطوة الثالثة: اختبار فروض المشكلة.

الخطوة الرابعة: إقرار البديل المناسب لعلاج المشكلة.

وفيما يتعلق بالخطوة الأولى فترتبط صـ.راحة بتطبيـ.ق برنامجنا التحليلي المتكامل للمركز المالي للمنـ.شأة لتحديـ.د المسببات الحقيقية التي لعبت دورا مؤثرا في وصول المنشأة إلى حالة الفشل المالي، حيث ننادي دائما بأن ٩٠ % من حل أي مشكلة ينحصر في تحديد مسبباتها الحقيقية.

أما فيما يتعلق بالخطوة الثانيـ.ة والمرتبطـ.ة بـ.صياغة فروض المشكلة فننبه إلى أن الفروض هنا لا تأخذ صـ.ورة الأسباب المحتملة والتي تـ.ستخدم فـ.ي البحـ.وث المعالجـ.ة للظواهر السلبية أو الإيجابية، وإنما تأخذ الفروض هنا صورة البدائل المختلفة للخروج بالمنشأة من دائرة الفـ.شل المـ.الي، حيث تنحصر في فرضين أساسيين وهما:

الفرض الأول: (بديل للعلاج) أنه من الممكن تصميم وتنفيـ.ذ إطار متكامل للإصلاح المالي للمنشأة.

الفرض الثاني: (بديل للعلاج) أنه وفي حالة عدم إمكانيـ.ة أو عدم اقتصادية تنفيذ برنامج الإصلاح المالي للخروج

بالمنشأة من دائرة الفشل المالي يمكن إدماجهـا فـي منشأة أخرى بشرط عدم التأثير السلبي على المركز المالي للمنشأة الدامجة.

أما في حالة ثبوت عدم الفرضين المذكورين فليس هناك مفر من إعداد برنامج متكامل لتصفية المنشأة لتحويل القـيم الدفترية لعناصر أصولها إلى قيم نقدية واستخدامها في سداد قيم عناصر الخصوم وحقوق المساهمين، مع التحديد الـدقيق للموقف النهائي لهذه العناصر بالنسبة للسداد.

مفهوم الإدماج:

ونعتقد أنه من الواضح أننا الآن في مجال التعامـل مـع الفرض الثاني الخاص بالإدماج Merger والذي يعني قيـام منشأة ما بضم منشأة أخرى إليها حيـث تـذوب شخـصية المنشأة المدمجة في شخصية المنشأة الدامجة، وذلك خلافاً لما يحدث في عمليات الاندماج Holding والذي يرتبط باندماج منشأة مع منشأة أخرى بهدف التوسـع والنمـو أو لتـدعيم الموقف التمويلي للحصول على مزيد من الاحتياجات المالية اللازمة للنمو أو لتخفـيض الـضرائب أو للـسيطرة علـى منتجات أو خدمات مكملة أو للحصول على كفاءات إداريـة

متميزة أو للتوسع والتمتع بمزايا واقتصاديات الحجم الكبيـر في التشغيل أو لأغراض التنويع في الـسلع والخـدمات أو تحسين وتطوير هيكل التمويل... إلخ.

ويمكننا في هذا المجال التأكيد على أن عمليات الإدمـاج تتم غالبا بين منشأتين إحداهما المنشأة الدامجـة والأخـرى المنشأة المدمجة، حيث ترتبط الأولى بمركز مالي قوي وحالة مالية جيدة تنعكس في قيمة كبيرة من الأرباح وأسعار مرتفعة لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال فـي حـين ترتبط الثانية بمركز مالي ضعيف وحالة مالية متدنية تظهـر في صورة أرباح منخفضة أو خسائر وأسعار متدنية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال، الأمر الـذي يؤكـد على أن تحليل عمليات الإدماج يجب أن يتبنى وبشكل مطلق وجهة نظر المنشأة الدامجة وتحليل أثر الإدماج على مركزها الربحي وعلى أسعار أسهمها العادية المتداولة فـي أسـواق رأس المال.

الأسس العلمية الحاكمة لقرار الإدماج:

وفي هذا المجال يهمنا التأكيد على ما يلـي عنـد تنفيـذ برنامج تحليل مقترحات الإدماج:

١- تمنح المنشأة الدامجة أسهم المنشأة المدمجة ع.لاوة إدماج تتراوح ما بين ١٠ % . ٣٠ % من قيمته.ا السوقية وذلك بهدف تشجيع حمل.ة أس.هم المن.شأة المدمجة على بيع أسهمهم أو استبدالها بأسهم المنشأة الدامجة.

٢- أن معيار تقييم وتحليل عمليات الإدماج من منظ.ور المنشأة الدامجة ينحصر في تحديد أثر الإدماج على الأسعار السوقية لأس.همها العادي.ة والت.ي يمك.ن تحديدها كما يلي:

$$\text{السعر السوقي للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم من أرباح التوزيع}}{\text{معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية}}$$

٣- أن تحليل المنشأة الدامجة لج.دوى تنفي.ذ اقت.راح الإدماج يعتمد على المقارنة ب.ين ال.سعر ال.سوقي لأسهمها العادية بدون الإدماج وبعده وذلك في نهاية سنة من التحليل (تحليل مستقبلي) وهو الأمر ال.ذي يستلزم ضرورة حساب ما يلي:

٣/١: معدل النمو المشترك (المرجح) في أرباح التوزيـ ـع بعد الإدماج وهو المعدل الذي يمثل المتوسط المرجح لمعدل نمو أرباح التوزيع لكلتا المنشأتين الدامجة والمدمجة.

٣/ ٢: السعر السوقي لأسهم المنشأة المدمجة بعد إضـ ـافة علاوة الإدماج والتي يتم حسابه كما يلي:

السعر السوقي للسهم الآن (١ + علاوة الإدماج)

٣/ ٣: السعر السوقي لأسهم المنشأة الدامجة بعد سنة من التحليل وبدون إدماج والذي يتم حسابه كما يلي:

السعر السوقي لأسهم المنشأة الدامجة بعد سنة من التحليل (بدون إدماج).

$$= \frac{\text{نصيب السهم من ربح التوزيع بمعدل النمو الخاص}}{\text{معدل العائد المطلوب من حملة أسهمها العادية}}$$

والواقع أن هناك العديد من الطرق والأساليب التي يمكن استخدامها في عمليات الإدماج نحصر اهتمامنـ ـا فـ ـي هـ ـذا المجال على اثنين منها فقط وهما:

أ- **الإدماج بالاستبدال:** يتلخص هذا الأسلوب في قيـ ـام المنشأة الدامجة بإصدارات جديدة من أسهمها العادية يتملكها حاملو الأسهم العادية للمنشأة المدمجة بـ ـدلاً

من أسهمهم الحالية، ومن المنطقي أن تتحدد الإصدارات الجديدة من خلال معدل الاستبدال الذي يتم تحديده، الأمر الذي يعني أن:

عدد الإصدارات الجديدة من أسهم المنشأة الدامجة = عدد الأسهم العادية للمنشأة المدمجة ×

السعر السوقي لأسهم المنشأة المدمجة بعد العلاوة
―――――――――――――――
السعر السوقي لأسهم المنشأة الدامجة

ويفهم مما سبق أن عدد الأسهم العادية للمنشأة الدامجة سوف يزداد بمقدار الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى أن المنشأة الدامجة لن تكون في حاجة إلى مصادر تمويل إضافية لتمويل عملية الإدماج بالاستبدال.

ب-**الإدماج بالشراء:** يتلخص هذا الأسلوب في قيام المنشأة الدامجة بشراء الأسهم العادية التي يحملها مساهمو المنشأة المدمجة وذلك بالسعر السوقي المعدل بعلاوة الإدماج وهو الأمر الذي يعني احتفاظ المنشأة الدامجة بأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال لتبقى كما هي بعد الإدماج بالشراء.

ومن الواضح أن المنشأة الدامجة ستكون في حاجة إلى تدبير مصادر تمويل إضافية لتمويل عملية الشراء والذي ينحصر غالبا في الاقتراض المصرفي بسعر الفائدة السائد

إلى الفهرس

وقت التحليل، الأمر الذي سيحدث وفرا ضريبيا لهـا وهـو الأمر الذي لا يحد عند تحليل الإدماج بالاستبدال.

ومن المنطقي أن يتضمن البرنامج التحليلي لمقترحات الإدماج بالشراء إمكانية تمويل عملية الشراء لأسهم المنشأة الدامجة باستخدام أسلوب التمويل بالملكية سواء بإصدار أسهم عادية جديدة واستخدام حصيلة بيعها في تمويل عملية الشراء أو باحتجاز جزء من صافي الأرباح القابلة للتوزيع من المساهمين الحاليين واستخدامها في تمويل عملية الشراء.

ويهمنا في هذا المجال أن نؤكد على أن تحليل المنشأة الدامجة لمدى جدوى تنفيذ اقتراح الإدماج من عدمه يدخل في نطاق تقييم مقترحات الاستثمار طويل الأجل، حيث يكون هذا الاقتراح مجديا من المنظور الاقتصادي إذا كان العائد المتوقع من تنفيذه أكبر من التكلفة المتوقعة والمرتبطة بتنفيذه أو يساويها على الأقل (العائد ≤ التكلفة) والتي تمثل كما سبق أن ذكرنا المحور الأساسي لنظرية صناعة قرار الاستثمار.

وفي اتجاه التأكد من اكتساب القارئ لمهارة التحليل المرتبطة بمقترحات الإدماج نعرض للحالة التالية حيث تدرس المنشأة **س** ما إذا كان من المفيد إدماج المنشأة **ص**

إليها وذلك في ضوء البيانات المتاحة عن كل منهما في نهاية عام ١٩٩٣ والتي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (١٥)

بيان	المنشأة الدامجة "س"	المنشأة المدمجة "ص"
أرباح التوزيع	٣٢ مليون جنيه	٨ ملايين جنيه
عدد الأسهم المتداولة في السوق	١٠٠,٠٠٠ سهم	١٢٠,٠٠٠ سهم
القيمة الاسمية للسهم	٣٠٠ جنيه	٣٠٠ جنيه
معدل النمو السنوي في الأرباح	١٠ %	٥ %
معدل العائد المطلوب على رأس المال	٢٥ %	٢٥ %
علاوة الإدماج	.	٢٠ %
معدل الضريبة	٣٠ %	.
معدل الفائدة المصرفي	١٦ %	.

وقبل أن نبدأ في العرض التفصيلي لبرنامج تحليل اقتراح الإدماج يجب أن نتجه إلى حساب القيم.ة ال.سوقية لل.سهم العادي لكلا المنشأتين الدامجة والمدمجة باستخدام النم.وذج التالي:

$$ق_{س} = \frac{ت}{ع}$$

أي أن:

إلى الفهرس

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم من أرباح التوزيع}}{\text{معدل العائد المطلوب على رأس المال}}$$

فبالنسبة للمنشأة الدامجة (س)

$$\text{ت} = \frac{\text{ح}}{\text{ن}}$$

أي أن:

$$\text{نصيب السهم العائد من أرباح التوزيع} = \frac{\text{صافي أرباح التوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$\text{إذاً ت} = \frac{\text{٣٢,٠٠٠,٠٠٠}}{\text{١٠٠,٠٠٠ سهم}} = \text{٣٢٠ جنيه}$$

$$\text{إذاً ق س} = \frac{\text{٣٢٠}}{\text{٠,٢٥}} = \text{١٢٨٠ جنيه}$$

أما بالنسبة للمنشأة الدامجة (ص)

$$\text{ت} = \frac{\text{٨,٠٠٠,٠٠٠}}{\text{١٢٠,٠٠٠ سهم}} = \text{٦٦,٧ جنيه}$$

$$\text{إذاً ق س} = \frac{\text{٦٦,٧}}{\text{٠,٢٥}} = \text{٢٦٦,٨ جنيه}$$

ولقد تأكدنا الآن من أن القيمة الـ.سوقية لأسـ.هم المنـ.شأة الدامجة أعلى كثيرا من القيمة السوقية لأسهم المنشأة المقترح إدماجها ونعرض فيما يلي تفصيلاً لبرنامج تحليـ.ل اقتـ.راح الإدماج.

الجزء الأول: إعداد مجموعة مـ.ن الحـ.سابات المبدئية:

١ . حساب معدل النمو المشترك في الأرباح بعد الإدماج:

وذلك من خلال الجدول التالي: .

جدول رقم (١٦)

بيان	أربـ..ـاح التوزيـ..ـع "مليون جنيه"	%	معدل النمـ.ـو الخاص	معدل النمـ.ـو المرجح
منشأة دامجة "س" منشأة مدمجة "ص"	٣٢ ٨	٨٠ % ٢٠ %	١٠ % ٥ %	٨ % ١ %
المنشأة بعد الإدماج "س"	٤٠	١٠٠ %		٩ %

وتعني النتيجة التي توصلنا إليها من الجدول الـ.سابق أن تنفيذ اقتراح الإدماج سواء بالاستبدال أو بالشراء سـ.يعني أن أرباح التوزيع الإجمالية سترتبط بمعدل نمو سنوي ٩ %.

إلى الفهرس

٢ . السعر السوقي لأسهم المنشأة المدمجة (ص) بعد علاوة الإدماج:

= ٢٦٦,٨ × ١٢ % = ٣٢٠,١٦ جنيه

٣ . السعر السوقي لأسهم المنشأة الدامجة:

(ص) بدون إدماج وبعد سنة من الآن = (١١٠ × ٣٢,٠٠٠,٠٠٠ % ÷ ١٠٠,٠٠٠ سهم) ÷ ٠,٢٥ = ٣٥٢ ÷ ٠,٢٥ = ١٤٠٨ جنيهات

وبعد انتهائنا من الجزء الأول بمراحله الثلاث نبدأ الآن في عرض محتويات الجزء الثاني من برنامج التحليل وذلك على الوجه التالي:

الجزء الثاني: تحليل النتائج المتوقعة عن الإدماج بالاستبدال:

يتكون هذا الجزء من الخطوات الست التالية:

١ . حساب معدل الاستبدال Exchange ratio:

= السعر السوقي لسهم المنشأة المدمجة بعد العلاوة ÷ السعر السوقي لسهم المنشأة الدامجة = ٣٢٠,١٦ ÷ ١٢٨٠ = ٠,٢٥

إلى الفهرس

ويعني هذا المعدل الذي توصلنا إليه أن المنشأة الدامجة ستستبدل كل سهم واحد من أسهمها بأربعة أسهم من أسهم المنشأة المدمجة.

٢ . عدد الإصدارات الجديدة عن أسهم المنشأة الدامجة:

= عدد أسهم المنشأة المدمجة × معدل الاستبدال

= ١٢٠,٠٠٠ سهم × ٠,٢٥ = ٣٠,٠٠٠ سهم.

إن هذا العدد من الإصدارات الجديدة من أسهم المنشأة (س) سيضاف إلى أسهمها الحالية الأمر الذي يعني أن:

٣ . عدد أسهم المنشأة الدامجة بعد تنفيذ اقتراح الإدماج:

= ١٠٠,٠٠٠ سهم (حالي) + ٣٠,٠٠٠ سهم (جديد) = ١٣٠,٠٠٠ سهم.

٤ . قيمة أرباح التوزيع بعد تنفيذ اقتراح الإدماج بسنة بمعدل النمو المشترك:

يتم التوصل إلى هذه القيمة بالرجوع إلى الخطوة الأولى من خطوات الجزء الأول من أجزاء البرنامج التحليلي وذلك على الوجه التالي:

قيمة أرباح التوزيع بعد الإدماج بسنة وبمعدل النمو المشترك:

= ٤٠,٠٠٠,٠٠٠ × ١٠٩ % = ٤٣,٦٠٠,٠٠٠ جنيه.

وتعكس هذه القيمة التي توصلنا إليها مقدار أرباح التوزيع المتوقع أن تحققها المنشأة الدامجة بعد سنة من تنفيذ اقتراح الإدماج وهو الأمر الذي يمكننا من إعداد الخطوة التالية:

٥ . نصيب السهم المتوقع من أرباح التوزيع بعد الإدماج بالاستبدال:

$$= \frac{\text{أرباح التوزيع بعد سنة من الإدماج بالاستبدال}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية للمنشأة الدامجة بعد الإدماج بالاستبدال}} = \frac{\text{٤٣,٦٠٠,٠٠٠}}{\text{١٢٠,٠٠٠ سهم}} = \text{٣٣٥,٤ جنيه}$$

٦ . السعر السوقي المتوقع لأسهم المنشأة الدامجة:

$$= \frac{\text{٣٣٥,٤}}{\text{٠,٢٥}} = \text{١٣٤١,٦ جنيه}$$

ومن الواضح أن الجزء الثاني من برنامج التحليل قد انتهى بتحديد السعر السوقي المتوقع لأسهم المنشأة الدامجة (س) فيما لو تم الإدماج بأسلوب الاستبدال وبمقارنته بما سبق أن توصلنا إليه في نهاية الجزء الأول من البرنامج التحليلي يمكننا التأكيد على أن تنفيذ اقتراح الإدماج بالاستبدال سيمثل استثمارا خاسرا بالنسبة للمنشأة الدامجة حيث سيؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية لأسهمها من ١٤٠٨ جنيهات إلى ١٣٤١,٦ جنيه للسهم فقط.

ويظل القرار غير نهائي نظرا لأننا ما زلنا فـي انتظـار نتائج تحليل الإدماج بالشراء والذي يكون الجزء الأخير مـن البرنامج التحليلي والذي نعرض له كما يلي:

الجزء الثالث: تحليل النتـائج المتوقعـة مـن الإدماج بالشراء:

لقد سبق أن ذكرنا أن شراء المنشأة الدامجة لأسهم المنشأة المدمجة يحتم تدبيرها مصدرا لتمويل هذه الصفقة المقترحـة والتي تنحصر في بـديلين **أولهمـا** الاقتـراض المـصرفي **وثانيهما** التمويل بالملكية، الأمر الذي يحتم أن يتكـون هـذا الجزء من البرنامج التحليلي من جزءين فرعيين هما:

الجزء الفرعـي الأول: التمويـل بـالاقتراض المصرفي:

يتكون هذا الجزء الفرعي من الخطوات السبع التالية:

١ . القيمة النقدية المطلوبة لتمويل عملية الشراء:

= عدد أسهم المنشأة المدمجة × السعر السوقي لأسـهمها بعد العلاوة

= ١٢٠,٠٠٠ سهم × ٣٢٠,١٦ = ٣٨٤١٩٢٠٠ جنيه

وحيث إن هذا المبلغ سيتم اقتراضه بسعر فائـدة ١٦ % فيجب أن تقوم بحساب قيمة الفوائد التمويلية فـي الخطـوة التالية.

٢ . فوائد التمويل = قيمة القـرض المطلـوب × معـدل الفائدة:

= ٣٨٤١٩٢٠٠ × ٠,١٦ = ٦١٤٧٠٧٢ جنيها.

٣ . قيمة أرباح التوزيع بعد تنفيذ اقتراح الإدمـاج بـسنة بمعدل النمو المشترك:

من الواضح أن هذه الخطوة هي نفس الخطـوة الرابعـة المكونة للجزء الثاني من هذا البرنامج حيث سبق أن توصلنا إلى قيمة قدرها ٤٣,٦٠٠,٠٠٠ جنيه.

والسؤال الآن: هل يمكننا استخدام هذه القيمة من أربـاح التوزيع في حساب نصيب السهم العادي المتوقع من أربـاح التوزيع؟ والإجابة: بالنفي؛ لأن قيمة أرباح التوزيع تعني تلك القيمة المتبقية بعد الضرائب، وهو الأمر الذي لم نهتم به عند تحليل اقتراح الإدماج بالاستبدال، أما في هذا المجال المرتبط بتحليل اقتراح الإدماج بالشراء وبتمويل مصرفي فإن الأمـر

يصبح مختلفاً حيث إن الاقتراض سيحدِث للمنـ.ـشأة الدامجـ.ـة وفرا ضريبيا يخفض من قيمة الضرائب المدفوعة من قيمـ.ـة الأرباح المتبقية بعد التوزيع لتنخفض عن القيمة التي توصلنا إليها وهي ٤٣,٦٠٠,٠٠٠ جنيه الأمر الـ.ـذي يحـ.ـتم عليـ.ـنا التوصل إلى قيمة أرباح التوزيع بعد الوفر الضريبي وذلـ.ـك من خلال الخطوتين التاليتين.

٤ . قيمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب المنشأة الدامجة:

= قيمة أرباح التوزيع بعد الإدماج بمعدل النمو المشترك × مقلوب مكمل سعر الضريبة

$$= ٤٣,٦٠٠,٠٠٠ \times \frac{١٠٠}{٧٠} = ٦٢٢٨٥٧١٤$$ جنيه

٥ . قيمة أرباح التوزيع للمنشأة الدامجة بعد تنفيذ اقتراح الإدماج بالشراء.

يمكننا التوصل إلى هذه القيمة من خلال إعداد جزء مـ.ـن قائمة الدخل على الوجه التالي:

جدول رقم (١٧)

بيان بقائمة الدخل للمنشأة الدامجة

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	قيمة
الأرباح قبل الفوائد والضرائب . فوائد التمويل	٦٢٢٨٥٧١٤ (٦١٤٧٠٧٢)
الأرباح قبل الضرائب . ضرائب ٣٠ %	٥٦١٣٨٦٤٢ (١٦٨٤١٥٩٣)
صافي الأرباح القابلة للتوزيع	٣٩٢٩٧٠٤٩

والواقع أن انخفاض القيمة الناتجة لصافي أرباح التوزيـ.ع عما ظهرت عليه في حالة الإدماج بالاستبدال سيتم تعويضها عند حساب نصيب السهم من هذه الأرباح حيث إن الإدمـ.اج بالشراء أن يترتب عليه زيادة فـ.ي عـ.دد الأسـ.هم العاديـ.ة المتداولة في السوق للمنشأة الدامجة وهو الأمر الذي سنتعامل معه في الخطوة التالية:

٦ ـ نصيب السهم المتوقع من أرباح التوزيع بعد الإدمـاج بالشراء وبتمويل مصرفي:

= $\frac{\text{أرباح التوزيع بعد سنة من الإدماج بالشراء}}{\text{عدد الأسهم الحالية للمنشأة الدامجة}}$ = $\frac{\text{٣٩٢٩٧٠٤٩}}{\text{١٠٠,٠٠٠ سهم}}$ = ٣٩٣ جنيها

٧ ـ السعر السوقي المتوقع لأسهم المنشأة الدامجة:

نوجه انتباه القارئ هنا إلى أننا نـستخدم معـدل العائـد المطلوب على رأس المال المملوك للمنـشأة الدامجـة فـي رسملة أسهمها العادية والتي سبق أن استخدمناه في صـورة معدل ٢٥ % والأمر يختلف هنا، حيث سيتجه حاملو أسـهم المنشأة إلى رفع معدل عائدهم المطلوب عن ٢٥ % بمنظور المخاطرة المالية المتزايدة التي يتعرضون لها نتيجة اتجـاه المنشأة إلى مزيد من الاقتراض حيث سيزيد معـدل العائـد المطلوب من ٢٥ % إلى ٣٠ % مثلاً وهـو الأمـر الـذي يجعلنا نقوم بحساب السعر السوقي المتوقع لأسـهم المنـشأة الدامجة كما يلي:

= $\frac{\text{٣٩٣}}{\text{٠,٣٠}}$ = ١٣١٠ جنيهات

ومن الواضح أن هذا الجزء الفرعي من الجـزء الثالـث المكون لبرنامج التحليل قد انتهى إلى تحديد السعر الـسوقي

إلى الفهرس

المتوقع لأسهم المنشأة الدامجة (س) فيما لـ.و تـ.م الإدم.اج بأسلوب الشراء وبتمويل مصرفي وبمقارنته بم.ا سـ.بق أن توصلنا إليه في نهاية الجزءين الأول والثاني من البرنـ.امج التحليلي يمكننا التأكيد أن تنفيذ اقتـ.راح الإدم.اج بالـ.شراء وبتمويل مصرفي سيمثل استثمارا خاسرا بالنـ.سبة للمنـ.شأة الدامجة أيضا حيث سيؤدي إلى تخفـ.يض القيمـ.ة الـ.سوقية لأسهمها من ١٤٠٨ جنيهات إلى ١٣١٠ جنيهات فقط.

الجزء الفرعي الثاني: التمويل بالملكية بإصدار أسهم عادية جديدة بقيمة اسمية للسهم الواحد ١٢٠٠ جنيه:

يتكون هذا الجزء الفرعي من الخطوات الست التالية:

١ . القيمة النقدية المطلوبة لتمويل عملية الشراء:

وهي ذاتها الخطوة الأولى من خطوات الجـ.زء الفرعـ.ي الأول التي تمثلت في ٣٨٤١٩٢٠٠ جنيه والاختلاف هنا في أن المبلغ المذكور سوف يـ.تم تـ.دبيره مـ.ن حـ.صيلة بيـ.ع الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية والتي يتحدد عـ.ددها من خلال الخطوة التالية:

إلى الفهرس

٢ . عدد الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية للمنـشأة الدامجة:

$$\frac{\text{القيمة النقدية المطلوبة لتمويل الشراء}}{\text{القيمة الاسمية لإصدار السهم}} = \frac{٣٨٤١٩٢٠٠}{\text{١٢٠٠ جنيه}} = \text{٣٢٠١٦ سهم}$$

والواقع أن هذه الإصدارات الجديدة سوف تـؤدي إلـى زيادة عدد الأسهم الكلية للمنشأة الدامجة بعد تنفيـذ اقتـراح الإدماج بالشراء كما سبق أن حدث عنـد تحليـل أسـلوب الإدماج بالاستبدال.

٣ . عدد أسهم المنشأة الدامجة بعد الإصدار =

عدد الأسهم الحالية + عدد الأسهم المصدرة

= ١٠٠,٠٠٠ سهم + ٣٢٠١٦ سهم = ١٣٢٠١٦ سهم.

٤ . قيمة أرباح التوزيع بعد تنفيذ اقتراح الإدمـاج بـسنة بمعدل النمو المشترك:

= ٤٠,٠٠٠,٠٠٠ × ١٠٩ % = ٤٣,٦٠٠,٠٠٠ جنيه.

٥ . نصيب السهم المتوقع من أرباح التوزيع بعد الإدمـاج بالشراء وبتمويل بالملكية:

$$\frac{\text{أرباح التوزيع بعد سنة من الإدماج بالشراء}}{\text{عدد الأسهم الإجمالية للمنشأة الدامجة}} = \frac{\text{٤٣,٦٠٠,٠٠٠ جنيه}}{\text{٣٢٠١٦ سهم}} = \text{٣٣٠,٦٣ جنيه}$$

٦ . السعر السوقي المتوقع لأسهم المنشأة الدامجة:

$$= \frac{٣٣٠,٦٣}{٠,٢٥} = \textbf{١٣٢٢,٥٢ جنيه}$$

ومن الواضح أيضا أن هذا السعر الذي توصلنا إليه يقـ.ـل عن السعر السوقي لأسهم المنشأة الدامجة في حالة عدم تنفيذ اقتراح الإدماج الأمر الذي يؤكد على حتمية رفض المنـ.ـشأة **س** لتنفيذ الاقتراح الخاص بإدماج المنشأة ص إليها.

والذي يمثل استثمارا خاسرا في جميع الحالات الأمر الذي يحتم أن تكون نصيحتنا للمنشأة **س** أن تبقى كما هي وتستبعد اقتراح الإدماج.

هذا ويمكننا تلخيص نتائج تحليل اقتـ.ـراح الإدمـ.ـاج فـ.ـي الجدول التالي:

جدول رقم (١٨)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان	السعر السوقي المتوقع لأسهم المنشأة س بعد سنة من الآن
بدون إدماج	١٤٠٨ جنيهات
بعد الإدماج بالاستبدال	١٣٤١,٦ جنيه
بعد الإدماج بالشراء وبتمويل مصرفي	١٣١٠ جنيهات
بعد الإدماج بالشراء وبتمويل بالملكية	١٣٢٢,٥٢

الفصل التاسع

البرنامج المقترح

لتحليل السيولة قصيرة الأجل

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى تقديم أسلوب جديد ومقترح لتحليل السيولة قصيرة الأجل لمختلف أنواع المـ.شروعات، يعـ.الج أوجه القصور المرتبطـ.ة بالاسـ.تخدام العملـ.ي للمؤشـ.رات التقليدية والتي تعكس المفهوم الشائع للسيولة قصيرة الأجـ.ل وذلك في اتجاه الحرص على توسيع قاعدة الممارسة العملية للمفهوم والأسلوب المقترح في مجـ.ال صـ.ناعة القـ.رارات المالية ومتابعتها ومساعدة إدارة المشروعات فـ.ي إحـ.داث التوازن بين السيولة والربحية.

الواقع أن محتوى ومضمون هذا الفصل يهدف إلى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- الإلمام الواعي بالمفهوم المتكامل للـ.سيولة قـ.صيرة الأجل في المشروعات.

٢- إمكانية تطبيق الأسلوب التحليلي المقترح على كافة أنواع المشروعات الخاصـ.ة ومـ.شروعات قطـ.اع الأعمال العام وتغطية أبعاد إضـ.افية لا يتـ.ضمنها الأسلوب الشائع في التحليل.

٣- مساعدة إدارة المشروعات والممارسـين للتحليـل المالي من خلال الأسلوب المقتـرح فـي مجـالات عديدة أهمها ما يلي:

٣/ ١: التحديد الدقيق لحجم الاستثمار المطلوب في رأس المال العامل واللازم لأداء وظيفته الدفاعية والتشغيلية.

٣/ ٢: التحديد الدقيق للعلاقة النمطيـة بـين الأصـول المتداولة والخصوم المتداولة والتي تعكس طبيعـة النـشاط والأداء المالي في المنشأة موضع التطبيق.

٣/ ٣: إمكانية تقييم مدى سلامة الهيكل المـالي للمنـشأة موضع التحليل من خلال ذلك الجزء المتعلق بتحليـل مـدى كفاية رأس المال العامل والذي يتضمنه الأسلوب المقترح.

٣/ ٤: إمكانية التحديد الدقيق لدرجة فعالية الاستثمار في رأس المال العامل ومتابعة تطورها.

٣/ ٥: إمكانية التحديد الدقيق لهيكل المخاطر المرتبطـة بالالتزامات الجارية ومتابعة تطورها، الأمر الذي يساهم في صناعة قـرارات التمويـل الإضـافية المرتبطـة بتمويـل استثمارات إضافية.

إلى الفهرس

ومن الجدير بالذكر أن كتابتنا لمضمون ومحتويات هـذا الفصل قد استمدت من محتويات بحث لنـا بعنـوان "نحـو أسلوب أكثر شمولاً لتحليل الـسيولة قـصيرة الأجـل فـي المشروعات" والذي تم نشره في العـدد الأول مـن المجلـة العلمية للاقتصاد والتجارة الصادرة عن كلية التجارة جامعـة عين شمس عام ١٩٩١.

خلفية نظرية عن المفهوم الـشائع للـسيولة قصيرة الأجل وأساليب تحليلها:

الواقع أنه في مجال تحديد مفهوم السيولة قصيرة الأجـل يستخدم مصطلحي السيولة Liquidity والقدرة على الدفع أو اليـسر المـالي Solvency حيـث يـستخدمهما الـبعض كاصطلاحين مترادفين في الوقت الذي يحرص فيه الـبعض الآخر على التفرقة القاطعة بينهما.

وفيما يتعلق بذلك الاتجاه الذي لم يفرق بين المـصطلحين المذكورين فيرى أن كليهما يعني مدى توافر الأموال النقدية السائلة واللازمة لسداد الالتزامات المـستحقة فـي الأجـل

إلى الفهرس

القصير [١] في الوقت الذي يـ.ـرى فيـ.ـه الاتجـ.ـاه الثـ.ـاني أن المقصود باصطلاح السيولة Liquidity قدرة المنشأة علـ.ـى تدبير النقدية السائلة لمواجهة الالتزامات الفورية المـ.ـستحقة الدفع الأمر الذي يعني الاهتمام بالمركز المالي للمنشأة فـ.ـي الأجل القصير، في حين أن المقصود باصطلاح اليسر المالي أو القدرة على الدفع Solvency مدى قدرة المنـ.ـشأة علـ.ـى سداد كل ديونها، بمعنى امتلاك نقدية كافية لسداد كافة الديون المستحقة عليها بكافة أنواعها سواء أكانت قصيرة أم طويلـ.ـة الأجل، حيث تزداد درجة اليسر المالي كلما كـ.ـان مجمـ.ـوع العوائد أو المتحصلات من بيع كل الأصول أكبر من المبالغ اللازمة لمواجهة مطالبات الدائنين وحملة السندات وهو الأمر الذي يعكس استقرارا ماليا واضحا فـ.ـي الأجلـ.ـين الطويـ.ـل والقصير [٢].

---

[1] – James C. Van Horn, Financial management and policy, Fifth ed., London prentice – Hall international inc., 1980, p. 373.

[2] – Blake, John, Company reports and accounts: Their significance and uses, Pitman publishing, London, 1987, p. 184.

ومن الواضح أن الاتجاه الثاني الذي لا يفرق بين السيولة قصيرة الأجل والسيولة طويلة الأجل يقوم علـى افتـراض تصفية المنشأة وعدم استمرارها، وبمعنـى أكثـر تحديـدا الاستخدام الدائم لمواجهة هذا الموقف في أي وقت.

ونحن نختلف مع هذا الاتجاه الأخير، من خلال تبنيه لمبدأ عدم استمرارية المنشأة حيث تتفق غالبية الآراء على استخدام اصطلاح العسر المـالي الفنـي Technical insolvency والمتمثل في عدم مقدرة المنشأة علـى سـداد أو مواجهـة التزاماتها الجارية في تواريخ استحقاقاتها والتي تعكس حالـة أو ظروف مؤقتة يمكـن الـتحكم فيهـا أو التغلـب عليهـا بسهولة [١].

---

[1] – على سبيل المثال:

* Gitman, Lawrence J., and et al., managerial finance, Harper and Row publishers, New York, 1985, p. 676.
* Weston, J. Fred and Thomas E. Copelland, managerial finance, 8th edition, the Dryden press U. S. A., 1986, p. 950.
* Altman, Edward 1., Corprate financial distress, John willey and sons., inc., U. S. A., 1983. p. 7.
* Brigham, Eugen F., and Lowis C. Gapenski, intermediate financial management, the Dryden press U. S. A., 1985, p. 880.

ونحن نتفق مع تلك الآراء من خلال ارتباطهـ.ـا الواضـ.ـح بمبدأ استمرارية المنشأة مع تأكيدها علـ.ـى الاخـ.ـتلاف بـ.ـين حالتي العسر المالي الفني واليسر المالي الفني وبين حـ.ـالتي الفشل والنجاح المالي، حيث يمكن أن ترتبط المنشأة بحالـ.ـة مؤقتة من العسر المالي الفني في الوقت الذي تتمتع فيه بحالة مالية جيدة والمتمثلة في زيادة القيمة الـ.ـسوقية عـ.ـن القيمـ.ـة الدفترية لأصولها.

وفي مجال التفرقة بين المفاهيم المختلفة للعسر المالي نجد من يؤكد على أن العسر المالي في مفهومه العام يعني عـ.ـدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير والذي يمكـ.ـن أن يكون عسرا ماليا فنيا أو حقيقيا، حيث يعني الأول عـ.ـدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها الجارية قصيرة الأجـ.ـل، في حين يعني الثاني عدم قدرة المنشأة علـ.ـى تغطيـ.ـة كافـ.ـة التزاماتها المستحقة؛ بمعنى عدم كفاية الأصول لتغطية كافـ.ـة

* Kreps, Clifton H., Jr., and Richard F. Wacht, Financial administration, the Dryden press U. S. A, 1975, p. 420.

الالتزامات المدونة، بالجانب الأيسر من الميزانية مما يـ.ؤدي إلى تأثير عكسي على حقوق الملكية [١].

وفي مجال التحديد الدقيق لمفهوم السيولة المرادف لمفهوم العسر المالي الفني نجد اتجاها واضحا نحو تحديده من خلال العلاقة بين كل من الأصول المتداولة (رأس المال العامـ.ل) والخصوم المتداولة (الالتزامات الجارية) وأن العلاقة النمطية بينهما يجب ألا تقل عن ٢: ١ مع عدم إغفـ.ال الاتجاهـ.ات المذكورة للتأكيد على العديد من التحفظـ.ات علـ.ى العلاقـ.ة المذكورة وحدود الاستفادة منها فنجد الدكتور شوقي حـ.سين مؤكدا على استخدام خبراء التحليل المالي الـ.ذين تنقـ.صهم المعلومات التفصيلية عن التدفقات النقديـ.ة المتوقعـ.ة نـ.سب السيولة كمقاييس تقريبية لمعرفة احتمال حاجة المنشأة إلـ.ى أموال إضافية عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المـ.ال، وأن أكثر النسب شيوعا هـ.ي نـ.سبة التـ.داول والتـ.ي بـ.دأ استخدامها بواسطة البنوك عـ.ام ١٩٠٨ باعتبارهـ.ا وسـ.يلة للتعرف على قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتهـ.ا الماليـ.ة

---

[1] – Stephen H. Archer and Charies A D'Ambrosio, Business finance: Theory and management, New York: The Macmillan company, 1966, p. 326.

والحكم على مركزها المالي وأنه أصبح من الشائع الاعتراف بأن نسبة التداول النمطية يجب أن تكون ٢: ١ على الأقـل حتى يمكن الاطمئنان على قدرة المنشأة على الـدفع، حيـث أطلق على السيولة المالية قصيرة الأجل اصـطلاح الحالـة المالية مؤكدا على أن نسبة التداول رغم شـيوع اسـتخدامها فإنها على أفضل الفروض تعتبر مقياسا تقريبيـا جـدا عـن الحالة المالية للمنشأة وقدرتها على مواجهة التزاماتها، وذلك لأن البضاعة – على سبيل المثال لا الحصر – تدخل ضمن الأصول المتداولة رغم أنها قد لا تكون قابلة للبيع وخاصـة في الأجل القصير ولكنه وفي التحليل النهائي يرى اسـتخدام نسبة التداول كمقياس تقريبي جدا وأنها لا تعتبر بالـضرورة حكما نهائيا على السيولة، وأنها تفيد في حالة عـدم وجـود معلومات أفضل، وباعتبارها جزءا صغيرا لتحليـل أشـمل وأعمق [1].

وبتحليل هذا الرأي يلاحظ أنه قد حصر مفهوم السيولة أو الحالة المالية في قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها المالية مع التحفظ الواضح على استخدام معيار التداول وفي نفـس

---

1 – د. شوقي حسين عبد الله: مرجع سبق ذكره، ص ١٣.

هذا الاتجاه عند الدكتور حسن توفيق وفي تعريفـه للـسيولة قصيرة الأجل فإنها تعني قدرة المنشأة على مقابلة الالتزامات قصيرة الأجل وذلك من خلال العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وأن تحفظه على نـسبة التـداول قـد انحصر في أنها وبالنسبة لأي مشروع تتغير من يوم لآخـر طبقًا لحركة العمل بالمشروع وأنه لا يمكن قبولهـا بـصفة مطلقة كدليل نهائي على متانة حالة السيولة فما هي إلا مجرد قرينة فقط. هذا بالإضافة إلى أهمية دراسـة هيكـل نـسبة التداول عن استخدامها بمعنى دراسة وتحليل مكونات كل من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة [١] ويرى أحد الكتـاب أنه إذا تمكنت المنشأة في الأجل القصير من سداد الالتزامات في مواعيدها دون أية أعباء إضافية يكون هناك اتجاه واضح لتحقيق ما يعرف بالسيولة، الأمر الذي يعني أنه فـي ظـل مناخ الائتمان في أسواق الاستثمار العالمية لفترة طويلة يجب أن يكون مؤشر التداول في حدود (٢: ١) على الأقل حتـى

---

[1] – د. حسن أحمد توفيق: التمويل والإدارة المالية فـي المـشروعات التجارية، (القاهرة: الهيئة العامة لشئون المطـابع الأميريـة، ١٩٨٢)، ص ٢٣٣، ٢٣٤.

يمكن للمقرضين أو الموردين أو غيرهم الوثوق في الوضـع الائتماني للمنشأة [١].

ويلاحظ أن الرأي المذكور قد عـرف الـسيولة قـصيرة الأجل بشكل تقليدي وأنه لم يتضمن أية تحفظات على العلاقة المعيارية السائدة بين الأصول والخصوم المتداولة.

وفي اتجاه آخر يرى كاتب آخر أن السيولة قصيرة الأجل تتحدد بقدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجـل (الخصوم المتداولة) مما لديها من نقدية وأصـولها أخـرى يمكن تحويلها إلى نقدية في فتـرة زمنيـة قـصيرة نـسبيا (الأصول المتداولة) وأن نسبة التداول تعكس مؤشرا لمـدى قدرة المنشأة على سداد الخصوم المتداولـة مـن الأصـول المتداولة [٢].

ومن الجدير بالذكر أن الرأي السابق لم يؤكد على حتمية أن تكون العلاقة بين الأصول المتداولـة والخـصوم ٢: ١

---

[1] – د. محمد محمود يوسف: التحليل الكمي للقوائم المالية، الجوانـب النظرية والمدخل التطبيقي على القطاع العام للغزل والنـسيج بمـصر (القاهرة: مكتبة الأنجلو المصرية، ١٩٨٧) ص ٢٩.

[2] – د. منير صالح هندي، مرجع سابق ذكره، ص ٤٥

حيث أكد على مقارنة نتيجة القياس الفعلـي بمثيلتهـا علـى مستوى الصناعة وذلك بالتوافق مع وجهة نظـر كـل مـن ويستون وكوبيلاند [١] اللذين لم يتعرضا لتفصيلات مفهـوم السيولة وعلاقاتها بمعيار التداول واكتفيا بمقارنة نتيجة قياسه بمتوسط الصناعة، وفي اتجاه آخر يرى فان هـورن [٢] أن السيولة قصيرة الأجل هي القدرة على تحويل قيمة الأصـل إلى نقدية حاضرة من حيث:

- الوقت اللازم لتحويل الأصل إلى نقدية حاضرة.
- درجة التأكد المرتبطة بمعدل التحويـل أو الأسـعار وقت تحويل الأصل إلى نقدية حاضرة.

ومن الواضح أن هذا المفهوم يركز على المفهوم التقليدي للسيولة والمتمثل في درجة توافر النقدية الحاضرة في خزائن المنشأة، ولم يتعرض للعلاقة بين هذه النقدية الحاضرة والتي

---

1 – J. Fred Weston and Thomas E. Copeland, Managerial finance, New York: The Dryden press, Holt, Rinhart and Winston, Saunders, College publishing co., 1985, p. 180.

2 – James C. Van Horn, op. cit., p. 373.

يمكن تحضيرها وبين استخدامها في مواجهـة الالتزامـات الجارية الأمر الذي يعني أنه مفهوم غير متكامل.

ومن المفاهيم التي تتصف بالشمولية من حيـث إعطـاء مفهوم واسع للسيولة قصيرة الأجل مع إبـداء العديـد مـن التحفظات على أسلوب تحليلها يرى الـدكتور الهـواري، أن نسبة التداول هي المعيار الشائع لقياس السيولة قصيرة الأجل طالما أنها تبين مدى إمكان الوفاء بالقروض قصيرة الأجـل من الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية في مـدة زمنيـة متفقة مع آجال القروض مشيرا إلى تأكيد خبـراء التحليـل المالي على أنه إذا كان معدل التداول ٢ (مرتين) فإنه يكـون مقبولاً لحماية الدائنين، وأن الـسبب وراء هـذا الإصـرار ينحصر في أن القيمة الدفترية للأصول غالبا ما تتقلص إلـى ٥٠ % عند التصفية على افتراض أنه لـيس هنـاك ديـون طويلة الأجل، وأنه ما زال سائدا في الأوسـاط الماليـة أن معيار التداول ٢ (مرتين) يعتبر مؤشرا نحو سيولة المشروع قصيرة الأجل، أي إمكان الوفاء بالقروض قصيرة الأجل من

الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية في مدة زمنية متفق.ة مع آجال القروض [1].

وباستعراض الرأي المذكور يلاحظ أنه قد حصر الخصوم المتداولة أو الالتزامات الجارية في القروض قصيرة الأج.ل دون التعرض للعناصر الأخرى المكونة للخصوم المتداول.ة ومن الواضح أنه قد قصد بالقروض قصيرة الأج.ل جمي.ع عناصر الخصوم المتداولة.

ومن الجدير بالذكر أن الدكتور الهواري – وف.ي ح.دود رأيه المذكور – قد أكد تحفظه على معيار الت.داول وح.دود الاعتماد على نتائجه مركزا في تحفظه على أهمي.ة دراس.ة الاختلاف الداخلي لمحتويات كل م.ن الأص.ول المتداول.ة والخصوم المتداولة من حيث درجة ال.سيولة، وم.ن حي.ث درجة المخاطرة النسبية، وذلك لكل من الأصول المتداول.ة والخصوم المتداولة على التوالي، هذا بالإضافة إلى تحفظ.ه المتعلق بكون نسبة التداول تصور ما هو موجود ف.ي ي.وم واحد هو يوم إعداد الميزانية على أنه يمثل الموقف في السنة كلها.

---

[1] – د. سيد الهواري، مرجع سبق ذكره، ص ٤١٥.

إلى الفهرس

وهنا نؤكد على أن مجالات التحفظ الثلاثة التي تـ.ضمنتها وجهة النظر السابقة وعند مراعاتها عند تحليل السيولة سوف تخفف إلى حد كبير من نواحي القـ.صور المرتبطـ.ة بهـ.ذا التحليل وما يترتب عليه من قرارات سواء أكانـ.ت متعلقـ.ة بمنح ائتمان أم متابعته أم لتصحيح المركز المـ.الي للمنـ.شأة موضع التحليل.

وفي نفس الاتجاه يرى البعض الآخـ.ر [1] أن مجموعـ.ة النسب المرتبطة بالسيولة تهدف إلى تحليل وتقييم مركز رأس المال العامل، والتعرف على درجة تـ.داول عناصـ.ره، وأن الغرض الأساسي من التحليل هو الحكم على قـ.درة المنـ.شأة على مقابلة التزاماتها الجارية، وأنه من الضروري الاحتفاظ بمقادير كافية من الأصول سريعة التـ.داول تفـ.وق مقـ.دار الخصوم المتداولة، حيث إن الأمر يحتاج لفترة زمنيـ.ة قـ.د تطول لتحصيل الذمم وتحويل المخزون السلعي إلى نقدية.

---

[1] – د. جميل أحمد توفيق، د. محمد صالح الحناوي: الإدارة الماليـ.ة، أساسيات وتطبيقات. (الإسكندرية: دار الجامعات المـ.صرية، ١٩٨٣) ص ١٢١.

ولقد تضمن الرأي المذكور العديد من التحفظات أهمها ما يلي:

١- أن أول خطوة في مرحلة تحليل السيولة هي دراسة صافي رأس المال العامل (أ متداولة . خ متداولة) مع التأكيد على أن قيمته المحسوبة لا تكفي في حـ.د ذاتها الحكم على كفايته أو عدم كفايته، الأمر الـ.ذي يتطلب مزيدا من التحليل الأكثر دقة وعمقًا.

٢- إن نسبة التداول التي تعتبر أقدم النـ.سب وأوسـ.عها انتشارا والتي تستخدم كاختبـ.ار أولـ.ي وجـ.وهري لمقدرة المشروع على مقابلـ.ة التزاماتـ.ه الجاريـ.ة وبسرعة وبدون صعوبات والتي جرى العرف على اعتبار أن (٢: ١) نسبة التداول النموذجية، وأنه من الخطأ استخدام هذا الحد الأدنى للحكم علـ.ى كفايـ.ة رأس المال العامل بدون دراسة المنـ.شأة المعنيـ.ة، ويرجع ذلك إلى أن مقدار رأس المال العامل وحجم نسبة التداول نفسها يتوقفان على عـ.دد كبيـ.ر مـ.ن العوامل المختلفة وأنه ليس من الغريـ.ب أن تتـ.وفر لمنشأة ما هذه النسبة النموذجية، ومع ذلك نجدها في

حالة عسر مالي، وبالتالي لا يمكن وضع نسبة تداول معينة واعتبارهـا نـسبة نموذجيـة لكـل أنـواع المشروعات.

ونتفق تماما مع وجهة النظر المذكورة وخاصة فـي مـا يتعلق بالتحفظات التي تضمنتها والتي تساهم إلى حد كبير في إضفاء مزيد من العمق التحليلي والتوصل إلى نتـائج أكثـر دلالة وفعالية في صناعة القرار المالي ومتابعة تنفيذه. ولكن تظل الممارسة العملية المتمثلة في استخدام معيـار التـداول وغيره من المؤشرات المالية غير قـادرة علـى اسـتيعاب التحفظات المذكورة والتعامل معها عمليا.

وفي اتجاه التحليل المرتبط بصافي رأس المـال العامـل يرى جيتمان [١] أن صافي رأس المال الموجب يمثل مقياسا للسيولة، وأن قيمته الموجبة تعد مؤشرا لمدى قدرة المنـشأة على سداد الالتزامات الجارية في ميعاد اسـتحقاقها والـذي يجب أن يتم تمويله من مصادر تمويل طويلة الأجل.

وهنا نجد قصورا في المفهوم السابق مـن حيـث عـدم التوافق بين القدرة على مواجهة الالتزامات الجاريـة فقـط،

[1] – Gitman, Lawrence J., and et6 al., op. cit., p. 544.

إلى الفهرس

وبين تمويل صافي رأس المال العامل الموجـب بمـصادر تمويل طويلة الأجل بالإضافة لإغفاله للشق التشغيلي لـرأس المال العامل.

وفي الاتجاه الفكري المـرتبط بتحديـد الحجـم الملائـم للاستثمار في رأس المال العامل يرى جيتمان [١] أن صـافي رأس المال الموجب يمثل مقياسا للسيولة، وأن قيمته الموجبة تعد مؤشرا لمدى قدرة المنشأة على سداد الالتزامات الجارية في ميعاد استحقاقها والذي يجب أن يتم تمويله من مـصادر تمويل طويلة الأجل.

والواقع أن وجهة النظر المذكورة قد حصرت اهتمامهـا في تعظيم العائد من الاسـتثمار دون أن تراعـي مخـاطر المغالاة في الاستثمار ومخاطر عدم القـدرة علـى الوفـاء بالالتزامات الجارية في مواعيد استحقاقها.

وفي هذا الشأن يؤكد أحد الكتاب [٢] على أن المغالاة فـي الاستثمار في الأصول المتداولة قد يترتب عليه تقليل مخاطر

---

[1] – J. Fred Weston and Eugen F. Brigham, op. cit., p. 266.

[2] – د. منير صالح هندي: مرجع سبق ذكره، ص ١٦٤، ١٦٥.

نفاذ رصيد تلك الأصول، إلا أنه يؤدي في نفس الوقت إلـ ـى تخفيض معدل العائد على الاستثمار فيها والعكس صـ ـحيح، بمعنى أن هناك علاقة طردية بين العائد وبين المخاطر ينبغي مراعاتها عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأصول المتداولة، وأن المخاطر المذكورة والمتعلقة بعناصر رأس المال العامل ترتبط في قياسها بأدوات قياس السيولة والمتمثلة فـ ـي نـ ـسبة التداول وصافي رأس المال العامل.

ويضيف نفس الكاتب أنه في ظل التأكد التام يجب علـ ـى المنشأة أن تحتفظ بقدر من رأس المـ ـال العامـ ـل بعناصـ ـره المختلفة يكفي تماما لتغطية احتياجاتها المعلومة على وجـ ـه اليقين وذلك في اتجاه إمكانية تحقيق هـ ـدف تعظـ ـيم ثـ ـروة الملاك.

وفي نهاية هذه الجزئية المرتبطة بتحديد الحجـ ـم الملائـ ـم للاستثمار في رأس المال العامل كواحد من دعـ ـائم تـ ـوفير السيولة قصيرة الأجل في مشروعات الأعمال نجد أن هنـ ـاك اتفاقًا سائدا بين كتـ ـاب وعلمـ ـاء التمويـ ـل علـ ـى أن قـ ـرار الاستثمار في رأس المال العامـ ـل والـ ـذي تحكمـ ـه نظريـ ـة المقارنة بين العائد وبين مخاطر النفاد يتحدد إلى حد كبيـ ـر

بالتركيب السيكولوجي لمتخذ القرار ودرجة ميله للمخـاطرة من خلال العلاقة العكسية بين درجة الميل للمخاطرة وبـين حجم الاستثمار فـي الأصـول المتداولـة أو رأس المـال العامل [١].

وفي مجال الإدارة المسبقة للسيولة والمتمثلة في مجالات التنبؤ المالي والتي تهدف إلى تحديـد الاحتياجـات الماليـة المستقبلية والاستعداد المسبق لمواجهتها. حيث نجد العديد من أساليب التنبؤ المالي ومنها [٢]: .

١- أسلوب النسبة للمبيعات Per – cent of sales M.

٢- أسلوب تحليل الانحدار Regression analysis.

٣- أسلوب الميزانية التقديرية النقدية Cash Budget.

٤- نماذج التنبؤ بالفشل المالي.

حيث يعتمد الأسلوب الأول على افتراض وجود علاقـة مباشرة وثابتة بين المبيعات وبين عناصر محددة من مكونات

---

[1] – Gitman, Lawrence J., and et al., op. cit. p. 546.

. د. منير صالح هندي: مرجع سبق ذكره، ص ١٦٥.

[2] – Pastena, Victor and William Rulland, The meger bankruptcy allematives the accounting review, April, 1986, p. p. 290.

إلى الفهرس

الميزانية العمومية، الأمر الـذي يعنـي – وبالـضرورة – إمكانية التنبؤ بالقيمة المتوقعة لهذه العناصر في ظل توقعات محددة لقيمة المبيعات، حيث يسمح هذا الأسلوب لمـستخدميه بامتلاك فرصة زمنية كافية للبحث عـن مـصادر التمويـل والتفاوض معها.

في حين يعتمد الأسلوب الثـاني والمتمثـل فـي تحليـل الانحدار على تحليل العلاقة الزمنية بين المبيعـات الـسنوية وبين بنود الميزانية التي لها علاقة بالمبيعـات عـن نفـس السنوات وإيجاد معامل الانحدار بين المبيعات وبين كل بنـد من البنود التي تتضمنها العلاقة.

ومن الواضح أن هذا الأسلوب يختلف عن سابقه في عدم افتراض علاقة ثابتة بين قيمة المبيعات وقيمة الاستثمار فـي الأصول بالإضافة إلى تميزه المتمثل فـي إمكانيـة التنبـؤ بالاحتياجات المالية في الأجلين القصير والطويل.

أما فيما يتعلق بالأسلوب الثالـث والمتمثـل فـي إعـداد الميزانية التقديرية النقدية فيعتمد على توقع السلوك المستقبلي للتدفقات النقدية وبالتالي توقع حجم الفائض أو العجز النقدي المتوقع وتوقيت حدوثه، الأمر الـذي يـساعد الإدارة علـى

المفاضلة بين المصادر التمويلية البديلة لتمويل العجز المتوقع وكذلك المفاضلة بين فرص الاستثمار البديلة فـي اسـتيعاب الفائض المتوقع، وهو الأمر الذي عرضنا له بالتفصيل فـي الفصل الخامس من هذا الكتاب.

ومن الواضح أن أساليب التنبؤ الثلاثة المـذكورة تـساعد وإلى حد كبير في تخفيض حجم مـشكلات الـسيولة التـي تواجهها إدارة المنشأة وذلك على الرغم من ارتباطها بالعديد من الانتقادات الموجهة إلى التنبؤ المستقبلي والمتمثلة في عدم دقة التنبؤات بشكل عام وتزايد درجة انحرافها.

وأخيرا وفيما يتعلـق بنمـاذج التنبـؤ بالفـشل المـالي للمشروعات والذي يمثل العسر المالي الفني أحـد مراحلـه المتقدمة، الأمر الذي يؤكده احتـواء هـذه النمـاذج علـى المؤشرات المالية المستخدمة في تحليـل الـسيولة قـصيرة الأجل.

والواقع أن النشاط الملحوظ لكثير من علماء التمويل فـي بناء وتقديم النماذج الكمية للتنبؤ بالفشل المالي يرجـع إلـى انتشار ظاهرة الفشل المالي لمشروعات الأعمال التي تستخدم بالضرورة أساليب التحليل التقليدية بالإضافة إلـى ظهـور

الحاسبات الآلية وزيادة استخدامها فـي مجـال الإدارة مـع إمكانية استخدام الأساليب الإحصائية المتقدمة فـي تركيـب النماذج الكمية المكونة من عدد من العلاقات المالية.

ومن أشهر النماذج المذكورة نموذج **التيمان** والذي قدمـه عام ١٩٦٦ وقام بتطـويره عـام ١٩٦٨ ليتـضمن خمـس علاقات مالية هي [1]:

١- صافي رأس المال العامل/ إجمالي الأصول.

٢- الأرباح المحتجزة/ إجمالي الأصول.

٣- صافي ربح التشغيل/ إجمالي الأصول.

٤- القيمة السوقية للأسهم/ القيمة الدفترية للديون.

٥- المبيعات/ إجمالي الأصول.

وهناك أيضا نموذج **إدمستر** الذي استخدم نموذج التمييـز الإحصائي بنجاح، حيث قام بتحليل المـشروعات الـصغيرة

---

1 – Altman, E.' "Financial Ratios Dicriminat Analysis and the prediction of Corporate Bankruptcy, "Journal of Finance, 1968, Pp. 560 – 609.

مقارنة بالشركات الكبيرة لمدة ثلاث سنوات استخلص منها في عام ١٩٧٢ العلاقات المالية التالية [1]:

١- التدفق النقدي/ الخصوم المتداولة.

٢- حقوق المساهمين/ قيمة المبيعات.

٣- رأس المال العامل/ قيمة المبيعات.

٤- الخصوم المتداولة/ حقوق المساهمين.

٥- المخزون/ المبيعات.

٦- اتجاه معدل التداول السريع بالنسبة للصناعة.

ومن النماذج الشهيرة أيضا ذلك النموذج الذي قدمه بيفر والذي يعتبر من أول المحاولات في هذا المجال والذي اعتمد على ثلاثين علاقة مالية والتي تم تحليلها باستخدام أسلوب التحليل المتعدد للخصائص المميزة، وتضمنت دراسته التطبيقية مائة شركة تم تقسيمها إلى مجموعتين متساويتين في العدد (٥٠ شركة) تتشابه في نوع الصناعة والحجم والظروف الأخرى ولكنهما مختلفتان في الحالة المالية،

---

[1] – Edmister, R.; An Empirical test of financial ratio analysis for small business prediction, "Journal of financial and Quantitative analysis, 1972, pp. 1477, 1493.

إلى الفهرس

وخلص في محاولته الأولى إلى ثلاث علاقات مالية يمكن من خلالها التنبؤ بالفشل المالي للمنشأة وهي:

١- التدفق النقدي السنوي/ مجموع الديون.

٢- صافي ربح التوزيع/ مجموع الأصول.

٣- إجمالي الديون/ إجمالي الأصول.

وفي مرحلة متقدمة قام بيفر بتطوير هذا النمـ.وذج مـ.ن خلال إضافة أربع علاقات جديدة إلى العلاقـ.ات المـ.ذكورة وهي:

٤- صافي رأس المال العامل/ إجمالي الأصول.

٥- الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة.

٦- فترة عدم الاقتراض.

٧- إجمالي الأصول [١].

ولقد نجح نموذج بيفر في التنبؤ بالفشل المالي بمعدل ٩١ % ويرجع بيفر درجة عدم النجاح (٩ %) إلى نوعين مـ.ن

---

[1] – Beaver, W.' "Financial Ration as predictors of failaure, "Journal of accounting research, 1966, pp. 71 – 110.

………, Alternative accounting measures as predictors of failureds, "The accounting review, Januayr, 1968, pp. 73 – 113.

الأخطاء أولهما تصنيف شركة ناجحـ.ـة علـ.ـى أنهـ.ـا فاشـ.ـلة وثانيهما تصنيف شركة فاشلة على أنها ناجحة.

وباستعراض أشهر نماذج التنبؤ بالفشل المـ.ـالي الـ.ـثلاث السابق عرضها نجد أن العلاقات المالية المرتبطـ.ـة بتحليـ.ـل السيولة تدخل ضمن مكونات كل منها، الأمر الذي يؤكد على الأهمية النسبية الكبيرة لمجال تحليل السيولة قصيرة الأجل.

وفي هذا المجال نؤكد على أهمية النماذج المذكورة فـ.ـي ترشيد القرارات المالية وتجنب فشل العديد من المشروعات، حيث تعتمد في تكوينها على قدر كبير من الموضوعية، نظرا لكونها نماذج تطبيقية تم تركيبها تحت افتـ.ـراض اسـ.ـتمرار المنشأة في مجال الأعمال، بالإضافة إلى أنها لا تتعامل مـ.ـع المؤشرات المالية بصفتها المنفردة بل تتعامل معها في ضوء علاقاتها بباقي المتغيرات وذلك من خلال النتائج الإيجابيـ.ـة لتطبيقها في الواقع العملي ولكنها وفي التحليل النهائي تظـ.ـل محدودة الدور في مجال تحليل السيولة قصيرة الأجل وذلـ.ـك من خلال عدم سهولة تطبيقها عمليا على مستوى واسع فـ.ـي مشروعات الأعمال بقدراتها الإدارية المتباينة.

إلى الفهرس

وخلاصة هذه الخلفية النظرية المختصرة ع.ن المفه.وم الشائع للسيولة قصيرة الأجل وأساليب تحليلها والتي أك.دت في غالبية الآراء على مدى القدرة على س.داد الالتزام.ات الجارية من خلال رأس المال العامل حتى يمكن للمقرض.ين والموردين وغيرهم الوثوق في المركز الائتم.اني للمن.شأة، وأن المؤشرات المالية شائعة الاستخدام في تحليله.ا تمث.ل مقاييس تقريبية فقط، وأنه لا يمكن قبولها وب.صفة مطلق.ة كدليل نهائي على حالة السيولة، هذا بالإضافة إل.ى اهتم.ام البعض بتحليل موقف صافي رأس المال العامل على اعتبار أن قيمته الموجبة تعد مؤشرا لمدى كفاية رأس المال العامل، في الوقت الذي اهتم فيه البعض الآخر بتحليل التكلفة والعائد المرتبطة بكل من الخصوم والأصول المتداولة بهدف تحديد الحجم الملائم للاستثمار في رأس المال العامل وذل.ك ف.ي اتجاه تعظيم ثروة الملاك، مع ظهور اتجاه واضح للتركي.ز على التركيب السيكولوجي للإدارة ودرجة ميلها للمخ.اطرة، وأخيرا ظهور وانتشار أساليب التنبؤ المختلف.ة ف.ي تحدي.د الاحتياجات المالية المتوقعة والاستعداد المسبق لمواجهتها.

والواقع أنه على الرغم من حرص علماء التمويل وخاصة المهتمين منهم بمجال التحليل المالي على إبراز العديد مـ.ن التحفظات المرتبطة باستخدام معايير تحليل السيولة وكيفيـ.ة التغلب عليها، فما زالت الممارسة العملية للتحليل المـ.ذكور وعلى كافة المستويات تتحصر فـ.ي الاسـ.تخدام الـ.سطحي لمعايير السيولة وما يترتب على ذلك من مشكلات أهمها تلك النتائج المضللة التي يصل إليها المحلل المالي مـ.ن خـ.لال اقتناء المفهوم الشائع للسيولة قصيرة الأجل والتي يتم الكشف عنها من خلال المعايير التقليدية والتي اشتهر منهـ.ا ثلاثـ.ة مؤشرات هي:

١- معيار التداول = أصول متداولة/ خـ.صوم متداولـ.ة (معيار نمطي ٢: ١).

٢- معيار السيولة = أصول متداولة . مخزون/ خصوم متداولة (معيار نمطي ١: ١).

٣- المعدل النقدي = نقدية/ خـ.صوم متداولـ.ة (معيـ.ار نمطي ٠,٥: ١).

وتتحصر المشكلة هنا في تطبيق المعايير المذكورة فـ.ي أغلب الحالات بشكل مطلق من خلال اقتناء مبـ.دأ تـ.صفية

المنشأة وقت التحليل، وما يترتب على هذا الاستخدام الخاطئ من قرارات مختلفة تعكس آثارها السلبية على النتائج المالية للمشروعات.

الإطار الفكري للأسلوب المقترح:

قد يكون من المناسب أن نبدأ عرضنا للإط ـ ار الفك ـ ري المكون للأسلوب المقترح لتحليل ال ـ سيولة ق ـ صيرة الأج ـ ل بعرض لمفهومها الأكثر شمولاً كما نراه وذلك على النح ـ و التالي:

تتحدد السيولة قصيرة الأجل لأي منشأة بمدى قدرتها على الاحتفاظ بحجم محدد من الاستثمار في رأس المال العام ـ ل يكفي وبدرجة من الفعالية لتغطي ـ ة احتياجاته ـ ا الدفاعي ـ ة . المتمثلة في سداد التزاماتها الجارية في مواعيد استحقاقها . وتغطية احتياجاته التشغيلية . المتمثلة في توفير الحد الأدنى من عناصر رأس المال العامل وال ـ لازم لت ـ شغيل أص ـ ولها الثابتة . هذا بالإضافة إلى مدى قدرتها على تخفيض درجة المخاطر المرتبطة بهيكل التزاماتها قصيرة الأجل.

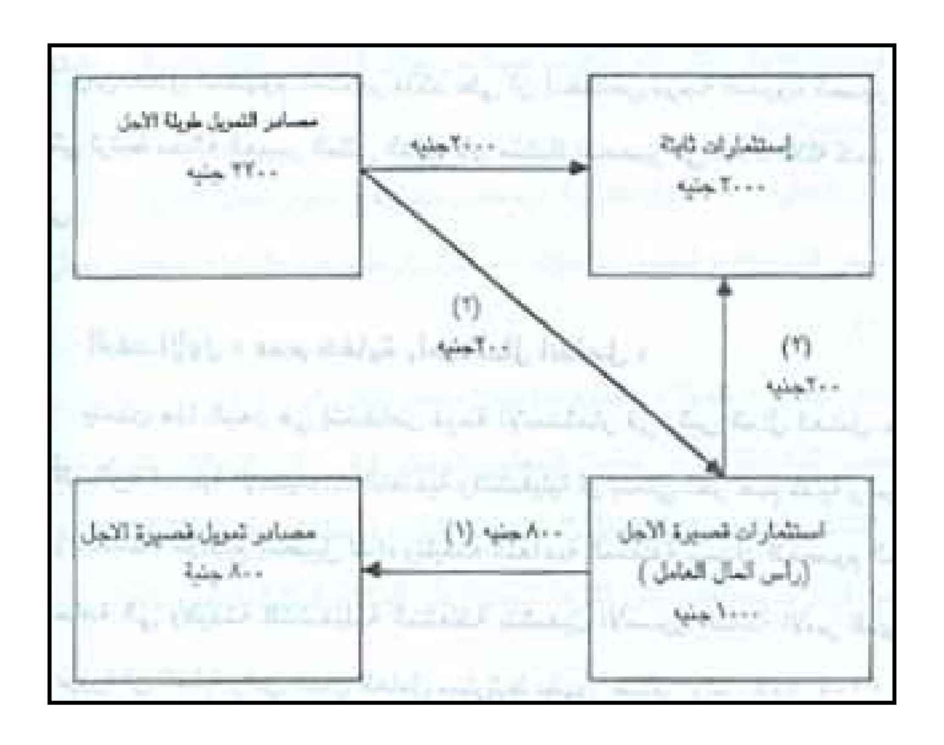
ومن خلال المفهوم المذكور نؤكد على أن انخفاض درجة السيولة قصيرة الأجل والتي ترتبط بحالة العسر المالي الفني لأي منشأة تنحصر في أبعاد ثلاثة كحد أقصى وهي:

البعد الأول: عدم كفاية رأس المال العامل:

يتمثل هذا البعد في انخفاض قيمة الاس. تثمار ف. ي رأس المال العامل عن تلك القيمة المطلوبة لتغطي. ة الاحتياج. ات الدفاعية والتشغيلية، أو بمعنى آخر عدم كفاي. ة رأس الم. ال العامل بالمنشأة موض. ع التطبي. ق لأداء وظيفت. ه الدفاعي. ة المتعلقة بسداد الخصوم المتداولة بالإض. افة إل. ى وظيفت. ه التشغيلية المتعلقة بتشغيل الأصول الثابتة، الأمر الذي يعن. ي وبالضرورة أن كفاية رأس المال العامل س. ترتبط بظه. ور صافي رأس المال العامل بقيمة موجبة وبالتالي ض. رورة أن يكون معيار التداول أكثر من مرة واحدة، وهنا يثار التساؤل العام والمتمثل في: ما هو الحد المطلوب للعلاقة المعياري. ة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة بالشكل الذي يوفر عنصر الكفاية؟ وللإجابة عن هذا التساؤل نع. رض لل. شكل التالي والتعليق عليه:

شكل رقم (١)

بيان بتحليل وظائف رأس المال العامل ومصادر تمويله



وعلى افتراض أن الجزء المطلوب لتأدية الشق التـ.شغيلي لرأس المال العامل يبلغ ٢٠٠ جنيه يمكن توضيح ما يلي:

١- أن ذلك الجزء من رأس المال العامل والموجه لتأدية الشق الدفاعي يمثل وبالضرورة اس.تثمارا ق.صير الأجل نظرا لارتباطه بمواجهة الالتزامات ق.صيرة الأجل، ولذلك تحتم الأصول العلمية للتمويل ضرورة تمويله من مصادر تمويلية قصيرة الأجل وهو الأمر الذي يوضحه السهم رقم (١) في اتجاهه العكسي من اليسار إلى اليمين.

٢- أن الجزء الثاني من رأس المال العام.ل والموج.ه لتأدية الشق التشغيلي يمث.ل بال.ضرورة اس.تثمارا طويل الأجل نظرا لارتباطه بتشغيل الأصول الثابتة، حيث تحتم الأصول العلمية للتمويل ضرورة تمويله من مصادر طويلة الأجل وهو الأمر الذي يوض.حه السهمان رقم (٢)، (٣) للجزء الاستثماري والتمويلي على الت.والي، ومـ.ن المنطق.ي أن ه.ذا الج.زء الاستثماري يعرف باصطلاح صـ.افي رأس المـ.ال العامل والذي يؤدي إلى جانب وظيفت.ه الت.شغيلية وظيفة فرعية أقل أهمي.ة وه.ي ت.دعيم الموق.ف

الائتماني للمنشأة من خلال تـ.وفير هـ.امش أمـ.ان لدائنيها للأجل القصير.

٣- أن الأرقام الافتراضية الموضحة في الشكل الـ.سابق تعكس الوضع الأمثل من حيث:

٣/ ١: أن الشق التشغيلي من رأس المال العامل قد ظهر بقيمة موجبة ملائمة وأنه قد تم تمويلها من مصادر تمويـ.ل طويلة الأجل.

٣/ ٢: أن الشق الدفاعي من رأس المال العامل قد ظهـ.ر بقيمة ملائمة وأنه قد تم تمويله من مصادر تمويـ.ل قـ.صيرة الأجل.

٣/ ٣: أن جملة الاستثمارات طويلة الأجل وقدرها ٢٢٠٠ جنيه قد تم تمويلها بطريقة سليمة من مصادر تمويل طويلـ.ة الأجل.

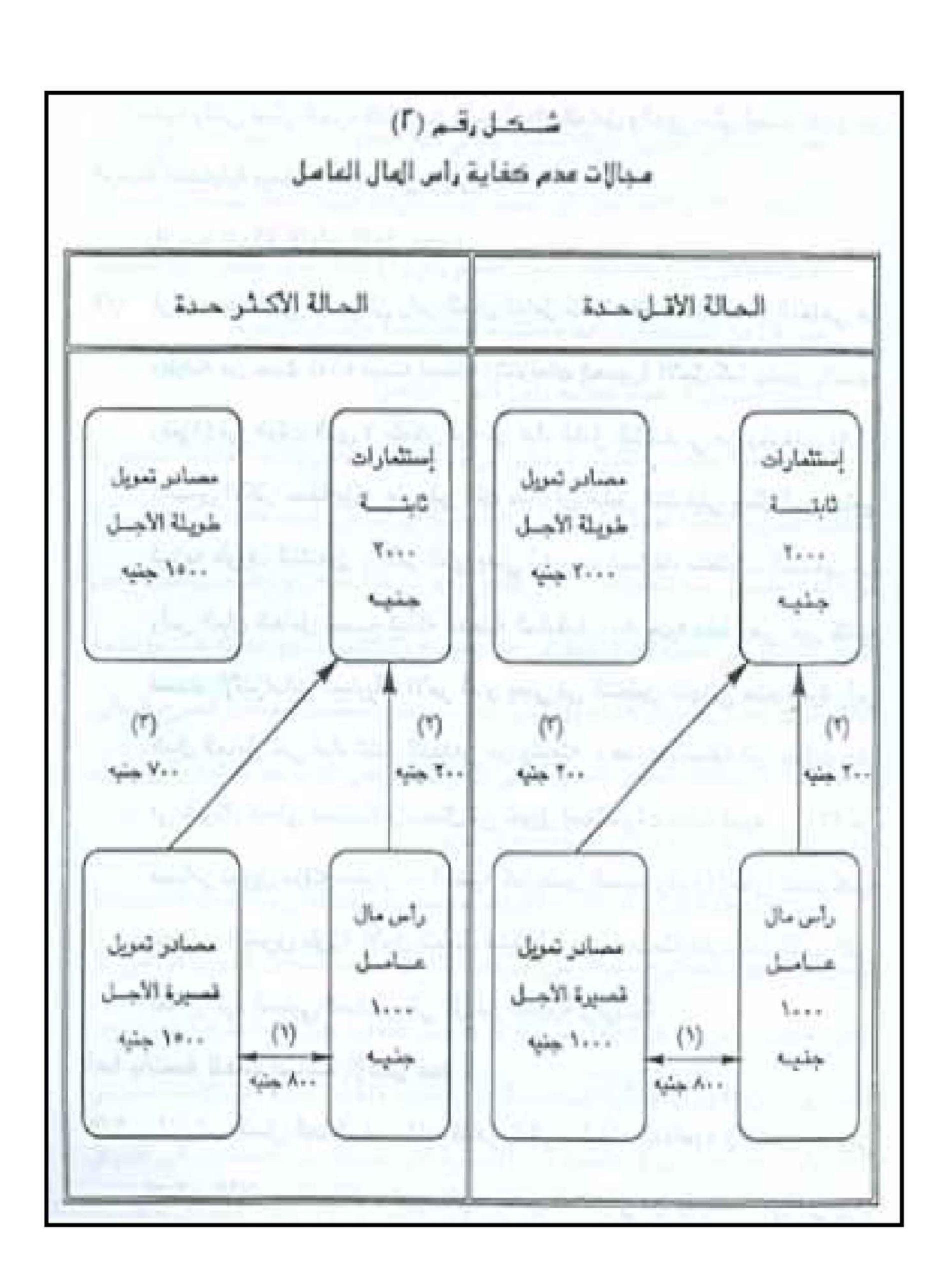
٣/ ٤: أن الحالة الموضحة تعكس قرارات مالية سـ.ليمة والتي تعكس بالضرورة آثارها الإيجابية على النتائج الماليـ.ة للمنشأة.

٤- أن العلاقة المثلى بين الأصول المتداولة والخـ.صوم المتداولة في المنشأة الافتراضية هي:

(١,٢٥: ١) وليس (٢: ١) كما هو متعارف عليه، الأمر الذي يعني أن الإصرار على الاحتفاظ بالعلاقة النمطية سوف يعكس آثارا سلبية تختلف في إحدى حالتين هما:

١/٤: أن تكون قيمة مصادر التمويل قصيرة الأجل ٥٠٠ جنيه فقط مع بقاء هيكل أصول المنشأة كما هو دون تغيير، الأمر الذي يعني بالضرورة زيادة قيمة مصادر التمويل طويلة الأجل إلى ٢٥٠٠ جنيه الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدل تكلفة التمويل وبالتالي التأثير السلبي على ربحية المنشأة، هذا بالإضافة إلى الاحتفاظ برأس مال عامل بقيمة تزيد على القيمة المطلوبة بمقدار ٣٠٠ جنيه الأمر الذي يعكس أيضا أثره السلبي على ربحية المنشأة.

٥- أن عدم كفاية رأس المال العامل كأحد مظاهر العسر المالي الفني يرتبط بالعديد من الانعكاسات السلبية التي تتفاوت في درجة حدتها من منشأة لأخرى ومن حالة لأخرى في المنشأة الواحدة، حيث يمكن حصرها في حالتين يوضحهما الشكل التالي والتعليق عليه:



شكل رقم (٢)
مجالات عدم كفاية رأس المال العامل
الحالة الأقل حدة
الحالة الأكثر حدة
إستثمارات ثابتة ٢٠٠٠ جنيه
مصادر تمويل طويلة الأجل ٢٠٠٠ جنيه
(٢) ٢٠٠ جنيه
(٣) ٢٠٠ جنيه
رأس مال عامل ١٠٠٠ جنيه
مصادر تمويل قصيرة الأجل ١٠٠٠ جنيه
(١) ٨٠٠ جنيه
إستثمارات ثابتة ٢٠٠٠ جنيه
مصادر تمويل طويلة الأجل ١٥٠٠ جنيه
(٢) ٢٠٠ جنيه
(٣) ٧٠٠ جنيه
رأس مال عامل ١٠٠٠ جنيه
مصادر تمويل قصيرة الأجل ١٥٠٠ جنيه
(١) ٨٠٠ جنيه

أيضا وعلى افتراض أن القيمة الموجبة المعيارية لصافي رأس المال العامل تبلغ ٢٠٠ جنيه والتي تمثل الجزء الدائم من رأس المال العامل والذي يمثل أيضا الشق ذا الوظيفة التشغيلية فيمكن التأكيد على ما يلي:

بالنسبة للحالة الأولى الأقل حدة:

٥/ ١: أن النظرة الأولى توضح أن رأس المال العامل كافٍ فقط لتأدية الشق الدفاعي من وظيفته من حيث كفاية قيمته لسداد الالتزامات قصيرة الأجل كما يشير السهم رقم (١) في الوقت الذي لا يتمكن فيه من أداء الشق التشغيلي من وظيفته، إلا أن التحليل الأكثر عمقًا يؤكد على غير ذلك حيث إن الشق التشغيلي يمثل أمرا حتميا تحتمه ظروف التشغيل، الأمر الذي يعني أنه وبعد استيفاء متطلبات التشغيل من رأس المال العامل تصبح قيمته الفعلية المتبقية ٨٠٠ جنيه فقط وهي غير كافية لسداد الالتزامات الجارية، الأمر الذي يعني في التحليل النهائي عدم قدرة رأس المال العامل على أداء الشق الدفاعي من وظيفته، هذا بالإضافة إلى حدوث خلل في الهيكل المالي للمنشأة والمتمثل في تمويل استثمارات دائمة قدرها ٢٢٠٠ من مصادر تمويل مؤقتة بمقدار ٢٠٠ جنيه

كما يشير السهم رقم (٣) نظرا لعدم كفاية مصادر التمويـ.ل طويلة الأجل لتمويل ما يقابلها من استثمارات دائمة الأمـ.ر الذي يعكس أثره السلبي المباشر علـ.ى كـ.ل مـ.ن الـ.سيولة والربحية.

أما بالنسبة للحالة الثانية الأكثر حدة:

٥/ ٢: أن رأس المال العامل غير كـ.افٍ لتأديـ.ة شـ.قي وظيفته الدفاعية والتشغيلية وفي التحليل الأكثر عمقًا يتأكـ.د حتمية تأديته للشق التشغيلي من وظيفته؛ الأمر الذي يؤكد أن القيمة المتبقية لتأدية الشق الدفاعي من وظيفتـ.ه هـ.ي ٨٠٠ جنيه فقط، هذا بالإضافة إلى أنـ.ه فـ.ي ظـ.ل قيمـ.ة فعليـ.ة للاستثمارات طويلة الأجل قدرها ٢٢٠٠ جنيه تصبح مصادر التمويل طويلة الأجل والتي تبلغ قيمتها ١٥٠٠ جنيه فقط غير كافية لتمويلها، الأمر الذي أدى إلى تمويل استثمارات طويلة الأجل بمصادر قصيرة الأجل بمقدار ٧٠٠ جنيه كما يـ.شير السهم رقم (٣) الأمر الذي يعكس آثاره السلبية على كل من السيولة والربحية بالمنشأة الافتراضية موضع التوضيح.

البعد الثاني: عدم فعالية رأس المال العامل:

يرتبط هذا البعد بالتكوين الداخلي لرأس المـال العامـل ودرجة قابلية عناصره للتحول الـسريع للنقديـة لمواجهـة الالتزامات الجارية في مواعيد استحقاقها وبدون خسارة فـي قيمة الأصول عند تحويلها، الأمر الذي يؤكد أن هـذا البعـد يرتبط بمدى قدرة رأس المال العامـل علـى تأديـة الـشق الدفاعي من وظيفته والخاص بمدى قدرتـه علـى مواجهـة الالتزامات الجارية طوال العام وبالتالي عدم تعرض المنشأة لحالات الحرج المالي وما يتبعها من حالات العـسر المـالي الفني؛ الأمر الذي يعني أن درجة فعالية رأس المال العامـل تتناسب طرديا مع تزايد درجة سيولة عناصره.

وفي هذا المجال وارتباطاً بما ذكرناه عن مضمون فعالية رأس المال العامل كما يتضمنه أسلوبنا المقترح، نؤكد علـى إدراكنا التام لسطحية التحليل الذي يركـز علـى أن أكثـر عناصر رأس المال العامل سيولة هو عنـصر النقديـة وأن أقلها سيولة هو عنصر المخزون وأن الأوراق الماليـة أقـل سيولة من النقدية وأكثر سيولة من الاسـتثمار فـي الأوراق المالية وأكثر سيولة من المخزون وأن التحليل الأكثر عمقـاً

إلى الفهرس

يتطلب الكثير من الجهد للسيطرة على العديد من المتغيـ.رات والحقائق منها ما يلي:

١- أنه وفي ظل حالات التـ.ضخم المرتبطـ.ة بالنـ.شاط الاقتصادي العام قد يصبح الاستثمار في المخـ.زون أكثر جدوى من الاستثمار فـ.ي النقديـ.ة والأوراق المالية.

٢- أنه وفي ظل حالات الكساد الاقتصادي قـ.د يـ.صبح الاستثمار في الحسابات المدينة أمرا ضروريا لتنمية المبيعات.

٣- أنه وفي ظل الأحوال الاقتصادية العادية فإن تزايـ.د الوزن النسبي للعناصر الأقل سيولة المتمثلـ.ة فـ.ي المخزون والحسابات المدينة مع انخفـ.اض كفـ.اءة المنشأة في إدارتها سوف تؤكد ضعف أو عدم فعالية رأس المال العامل في حين أن ارتباط هذا التزايـ.د بارتفاع كفاءة المنشأة في إدارتهما سوف يخفف من حدة هذا البعد ومن انعكاساته السلبية على النتـ.ائج المالية للمنشأة.

إلى الفهرس

وفي هذا المجال ننوه إلى أن تحليل مـدى فعاليـة رأس المال العامل هنا سيقتصر على تحديد الوزن النـسبي لكـل عنصر من عناصر رأس المال العامـل وترجيحهـا بنقـاط تعكس النمط السائد لسيولة عناصر رأس المال العامل، على أن نقوم بمعالجة هذه الجزئية بشكل أكثر عمقاً فـي دراسـة أخرى إن شاء الله.

البعد الثالث: التركيب الخطر للالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة):

يتمثل هذا البعد في ارتباط هيكل الخصوم المتداولة بتزايد الوزن النسبي للعناصر المرتبطـة بـدرجات عاليـة مـن المخاطرة المالية، والتي تستخدم في هـذا الأسـلوب تحـت مفهوم درجة الحرج المالي التي تواجهها المنشأة فـي حالـة عدم القدرة على السداد على الميعاد المحدد للدين بالإضـافة إلى درجة حدة الانعكاسات القانونية المترتبـة علـى عـدم السداد، حيث نؤكد على أن طبيعة التركيب الداخلي للخصوم المتداولة لا يقل في أهمية تحليله عن الأهمية التـي نوليهـا لحجم تلك الخصوم عند تحليل السيولة قصيرة الأجل، حيـث

إن التركيب أو التكوين الداخلي للخصوم المتداولة يمكـن أن يرتبط بدرجات متفاوتة من المخاطرة المالية بالمفهوم السابق توضيحه.

ويمكن توضيح وجهة نظرنا الخاصة في تحليـل البعـد المذكور من خلال مثال افتراضي يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (١)

طبيعة الاختلاف في التركيب الخطر للالتزامات قصيرة الأجل

(القيمة بالجنيه)

بيان	منشأة أ		منشأة ب	
	قيمة	%	قيمة	%
رصيد البنوك الدائنة	٧٠٠٠	٧٠ %	٤٠٠٠	٤٠ %
رصيد الموردين	٣٠٠٠	٣٠ %	٦٠٠٠	٦٠ %
إجمالي خصوم متداولة	١٠,٠٠٠	١٠٠ %	١٠,٠٠٠	١٠٠ %

في ظل الاتفاق على ارتباط الاستدانة المصرفية بدرجـة أكبر من الحرج المالي المرتبطة بعدم السداد أو تأجيله ومـا يمكن أن يتبعها من إجراءات قانونية مؤثرة مـن الاسـتدانة التجارية (الائتمان التجاري) يتبين أن المنـشأة (أ) تـرتبط بدرجة أكبر من المخاطرة المذكورة مقارنة بالمنشأة (ب)،

وذلك على الرغم من تساوي القيمـ.ـة الإجماليـ.ـة للخـ.ـصوم المتداولة في كل من المنشأتين.

وننوه هنا إلى إمكانية مواجهة المدير المالي في الممارسة العملية لحالة مختلفة تتمثل في ارتبـ.ـاط الائتمـ.ـان التجـ.ـاري بدرجة أكبر من الحرج المالي مقارنة بالائتمـ.ـان المـ.ـصرفي الأمر الذي نسمح باستخدامه داخل نطاق أسـ.ـلوبنا المقتـ.ـرح الذي يتصف بالكثير من المرونة.

إن الأسلوب التقليدي الشائع لتحليل السيولة قصيرة الأجل يتم اعتمادا على تساوي قيمة الخصوم المتداولة في المنشأتين مع عدم تعامله مع الوزن النسبي لعناصر الخصوم المتداولة ومدلولاته عند تصدي مستخدمه لتحليل السيولة على مستوى المنشأة الواحدة.

الإطار العـ.ـام للمـ.ـنهج التطبيقـ.ـي للأسـ.ـلوب المقترح:

الواقع أن الإطار العام لمنهجنا التطبيقي المكون لأسـ.ـلوبنا المقترح لتحليل السيولة قصيرة الأجل لمختلف المـ.ـشروعات يعتمد أساسا على مقارنة نتائج تطبيقه عمليا مع النتائج التـ.ـي

نتوصل إليها باستخدام الأسلوب التقليدي شـ ـائع الاسـ ـتخدام وذلك من خلال التطبيق المقارن على البيانات المتاحة عـ ـن إحدى الشركات الصناعية الكبرى (قطاع الأعمـ ـال العـ ـام) والتي تغطي سلسلة زمنية تمتد لثماني سنوات متتالية تبدأ من عام ١٩٨٣ وحتى عام ١٩٩٠، هذا بالإضافة إلى اسـ ـتخدام البيانات الخاصة بعام ١٩٨٢ وذلك في مجال حساب القيمـ ـة المتوسطة لرأس المال العامل لعام ١٩٨٣ كل ذلك باستخدام أسلوب التحليل المالي والتحليل الإحصائي، وفيما يلي تفصيل لمضمون وأبعاد كل منها:

بالنسبة لأسلوب التحليل المالي:

باستخدام البيانات التي تم تجميعها من الـ ـشركة موضـ ـع التطبيق وبعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل والتـ ـي تغطي السلسلة الزمنية المحددة من عـ ـام ١٩٨٣ إلـ ـى عـ ـام ١٩٩٠ (بالإضافة لاستخدام البيانات الممثلة لعام ١٩٨٢) تم استخدام أسلوب التحليل المالي على الوجه التالي:

١) حساب المعايير التقليدية الثلاثة المتمثلة فـ ـي معيار التداول ومعيـ ـار الـ ـسيولة والمعـ ـدل النقدي للشركة داخل حدود السلسلة الزمنيـ ـة

التي تغطيها الدراسة التطبيقية واستخلاص نتائج تحليل السيولة وتحديد درجة الانحرافات عن المعايير النمطية المحددة للمؤشرات التقليدية الثلاثة.

٢) حساب القيم الممثلة للأبعاد الثلاثة المكونة للأسلوب المقترح للشركة موضع التطبيق داخل حدود السلسلة الزمنية التي تغطي الدراسة التطبيقية، واستخلاص نتائج تحليل السيولة وتحديد درجة وطبيعة الانحرافات.

وفيما يتعلق بالأسلوب المستخدم في حساب القيم المذكورة فقد تمثل فيما يلي:

. **بالنسبة لحساب القيمة الممثلة للبعد الأول** (مدى كفاية رأس المال العامل) فقد انحصر في حساب قيمتي صافي رأس المال العامل الفعلية والمعيارية للتوصل إلى قيمة الفرق أو الانحراف بينهما والذي يمثل بشكل مباشر القيمة الممثلة لهذا البعد والذي يمكن صياغته على الوجه التالي:

القيمة الممثلة لمدى كفاية رأس المال العامل =

(صافي رأس المال العامل الفعلي) . (صافي رأس المال

العامل المعياري)

= أصول متداولة . خصوم متداولة) . (المتوسط الشهري للرصيد المعياري لرأس المال العامل الدائم × عدد الشهور المعيارية في النشاط)

وفيما يتعلق بالمتوسط الشهري لرصيد رأس المال العامل فتم حسابه كما يلي:

المتوسط الشهري لرصيد رأس المال العامل =

$$\frac{\text{رصيد رأس المال العامل أول المدة + رصيد ر. م. ع آخر المدة}}{24}$$

والذي يمكن التوصل إليه أيضا بحساب المتوسط السنوي بالقسمة على ١٢ ثم المتوسط الشهري بقسمة الناتج على ١٢ وأن قيمة (ن) في هذه الشركة هي ٣ شهور.

ومن الأمور المنطقية أن كفاية رأس المال العامل تتحق.ق في صورتها المثلى عندما يكون قيمة الانحراف بين كل من صافي رأس المال العامل الفعلي والمعياري مساوية للصفر، أي عندما تكون القيمة الممثلة لمدى كفاية رأس المال العامل مساوية للصفر، وأن ظهور هذه القيمة برقم موجب أو سالب سيمثل انحرافاً يختلف في مدلوله وفي انعكاساته السلبية على

إلى الفهرس

النتائج المالية للمنشأة موضع التحليل، حيث يشير الانحراف موجب القيمة إلى زيادة قيمة صـ.ـافي رأس المـ.ـال العامـ.ـل الفعلي عن قيمته المعيارية؛ الأمر الذي يعكس أثره الـ.ـسلبي على الربحية وبالتالي على قدرة المنشأة على مواجهة الأعباء التمويلية الثابتة، في حين يشير الانحراف سالب القيمة إلـ.ـى انخفاض قيمة صافي رأس المال العامل الفعلي عـ.ـن قيمتـ.ـه المعيارية، الأمر الذي يعكس صراحة عدم كفاية رأس المال العامل الفعلي لأداء وظيفتـ.ـه الأساسـ.ـية بـ.ـشقيها الـ.ـدفاعي والتشغيلي.

. **بالنسبة لحساب القيمة الممثلة للبعد الثـ.ـاني** (مـ.ـدى فعالية رأس المال العامل) فقد تمثل في حساب الوزن النسبي لكل عنصر من عناصر رأس المال العامل وترجيحه بنقـ.ـاط حددناها لكل عنصر من هذه العناصر تعكس الدرجة المنطقية لقابلية العنصر للتحول إلى النقدية بسرعة وبدون خسارة في قيمة تحويله، حيث تمثلت النقاط في هذه الدراسة في ٥ نقاط، ٤ نقاط، ٣ نقاط، نقطتين، نقطة واحدة لكـ.ـل مـ.ـن النقديـ.ـة، الأوراق الماليـ..ـة، الحـ..ـسابات المدينـ..ـة وأوراق القـ..ـبض، والحسابات المدينة المختلفة، والمخزون على التوالي. وبنـ.ـاء

على ما سبق يمكن صياغة القيمة الممثلة لهذا البعـد علـى النحو التالي:

القيمة الممثلة لمدى فاعلية رأس المال العامل =

$$\frac{\text{قيمة النقدية}}{\text{قيمة رأس المال العامل}} \times ٥ + \frac{\text{قيمة الأوراق المالية}}{\text{قيمة رأس المال العامل}} \times ٤$$

$$+ \frac{\text{قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة (أ) قبض}}{\text{قيمة رأس المال العامل}} \times ٣$$

$$+ \frac{\text{قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة المختلفة}}{\text{قيمة رأس المال العامل}} \times ٢$$

$$+ \frac{\text{قيمة الاستثمار في المخزون}}{\text{قيمة رأس المال العامل}} \times ١$$

ومن الأمور المنطقية أن تزداد درجة فعالية رأس المـال العامل بزيادة القيمة التي يتم التوصل إليها باستخدام المعادلة السابقة نظرا لاستخدام أوزان ترجيحية مرتفعـة للعناصـر الأكثر سيولة.

- **بالنسبة لحساب القيمة الممثلة للبعد الثالث** (التركيـب الخطر للالتزامات قصيرة الأجل) فقد تمثل في حساب الوزن النسبي لكل عنصر من عناصر الخصوم المتداولة وترجيحه بنقاط قمنا بتحديدها لكل عنصر من هذه العناصـر تعكـس الدرجة المنطقية للمخاطر المالية المرتبطة به، حيث تمثلـت

النقاط المستخدمة في هذه الدراسة في نقطة واحدة، نقطتـ ـين، ثلاث نقاط لكل من رصيد البنوك الدائنة. رصـ ـيد الـ ـدائنين، رصيد الحسابات الدائنة المختلفة على التوالي:

وبناء على ما سبق يمكن صياغة القيمة الممثلة لهذا البعد على النحو التالي:

القيمة الممثلة للتركيب الخطر للالتزامـ ـات قـ ـصيرة الأجل =

$$\frac{\text{رصيد البنوك الدائنة}}{\text{قيمة الخصوم المتداولة}} \times ١ + \frac{\text{رصيد الدائنين}}{\text{قيمة الخصوم المتداولة}} \times ٢ + \frac{\text{رصيد الحسابات الدائنة}}{\text{قيمة الخصوم المتداولة}} \times ٣$$

ومن الأمور المنطقية أن تكون العلاقة عكسية بين القيمة الناتجة من المعادلة السابقة وبين درجة المخاطرة المرتبطـ ـة بالالتزامات قصيرة الأجل بمعنى انخفاض درجة المخـ ـاطرة الأكثر خطرا واستخدام أوزان ترجيحية مرتفعـ ـة للعناصـ ـر الأقل خطرا.

بالنسبة لأسلوب التحليل الإحصائي:

اعتمادا على البيانات السابق تجهيزها لخدمـ ـة متطلبـ ـات التحليل المالي بالإضافة إلى بيانـ ـات أخـ ـرى تـ ـم التحليـ ـل

إلى الفهرس

الإحصائي من خلال التعامل مع سبعة متغيرات تنحصر في كل من:

- عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة.
- القيمة السنوية المحسوبة لمعيار التداول.
- القيمة السنوية المحسوبة لمعيـار الـسيولة (الـسداد السريع).
- القيمة السنوية المحسوبة لدرجة كفايـة رأس المـال العامل.
- القيمة السنوية المحسوبة لدرجة فعالية رأس المـال العامل.
- القيمة السنوية المحسوبة لدرجة المخاطر المرتبطـة بالالتزامات الجارية (الخصوم المتداولة).

هذا وبالنسبة للشركة موضع التطبيـق تمـت المعالجـة الإحصائية باستخدام تحليل الانحـدار المتعـدد Multiple Regression analysis وذلك على النحو التالي:

أ) تكوين مصفوفة الارتباط Correlation matrix:

والتي يتم تكوينها لقياس قوة واتجاه الارتباط بين المتغير التابع (عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة) وبين كـل

متغير مستقل على حدة، بالإضافة إلى قوة واتجاه الارتب.اط بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض والمتمثلة ف.ي الق.يم المحسوبة للمؤشرات المالية الثلاثة المكونة للأسلوب التقليدي لتحليل السيولة قصيرة الأجل.

٢) تكوين معادلة الانحدار المتع.دد الممثل.ة للأس.لوب التقليدي والتي تظهر على الوجه التالي:

$$\hat{Y}1 = a + \beta 1 x_1 + \beta_2 x \quad \beta_3 x_3$$

حيث إن:

$\hat{Y}$ 1 = القيمة المقدرة للمتغير التابع (عدد مرات تغطي.ة الأعباء التمويلية الثابتة).

A = القيمة الثابتة في معادلة الانحدار المقترحة.

X 1 = القيمة المحسوبة لمعيار التداول.

X 2 = القيمة المحسوبة لمعيار السيولة.

X 3 = القيمة المسحوبة للمعدل النقدي.

B 1 ← B 3 = معاملات بيتا للمتغيرات المستقلة الثلاث.ة من X 1 ← X 3 على التوالي.

حيث تهدف المعادلة المذكورة والتي يتم اقتراحه.ا م.ن خلال تشغيل برنامج التحليل الإحصائي على الحساب الآل.ي إلى تحديد قوة العلاقة بين المتغير التابع وب.ين المتغي.رات

المستقلة ذات التأثير الجوهري في تحديد قيمة المتغير التابع وتقدير قيمته المتوقعة والتي تحدد من خلال معاملة التحديـ.د الناتج.

وتم اختبار جوهرية المعادلة المقترحة باسـ.تخدام تحليـ.ل التبـ..اين Analysis variance اعتمـ..ادا علـ..ى اختيـ..ار F - Test المحسوبة والجدولية في ظل مستوى معنويـ.ة ٥ % (درجة ثقة ٩٥ %) ودرجات حرية ٤,٣ في اتجاهين هذا بالإضافة إلى اختبار **D – test**.

٣) تكوين مصفوفة الارتباط لقياس قوة واتجاه الارتباط بين المتغير التابع (عدد مرات تغطيـ.ة الأعبـ.اء التمويليـ.ة الثابتة) وبين كل متغير مستقل على حدة بالإضافة إلى قـ.وة واتجاه الارتباط بين المتغيرات المـ.ستقلة بعـ.ضها الـ.بعض والمتمثلة في القيم المسحوبة للأبعاد الثلاثة المكونة للأسلوب المقترح لتحليل السيولة قصيرة الأجل.

٤) تكوين معادلة الانحدار المتعـ.دد الممثـ.ة للأسـ.لوب المقترح والتي تظهر على الوجه التالي:

$$\hat{Y}_2 = a + \beta 1 x_1 + \beta_2 x_2 \quad \beta_3 x_3$$

حيث إن:

Y_2 = القيمة المقدرة للمتغير التابع (عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة).

a = القيمة الثابتة في معادلة الانحدار المقترحة.

X_1 = القيمة المحسوبة لدرجة كفاية رأس المال العامل.

X_2 = القيمة المسحوبة لدرجة فعالية رأس المال العامل.

X_3 = القيمة المسحوبة لدرجة المخاطر المرتبطة بالالتزامات الجارية.

$B1 \longrightarrow B3$ = معاملات بيتا للمتغيرات المستقلة الثلاثة $X1 \longrightarrow X3$ على التوالي.

وقد تم اختبار جوهرية المعادلة المقترحة بنفس الأسلوب السابق عرضه.

ومن الجدير بالذكر أن عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة والذي يمثل المتغير التابع عند تنفيذ برنامج التحليل الإحصائي قد تم حساب قيمته كما يلي: .

(صافي الربح (الخسائر) قبل الضريبة + فوائد التمويل + أقساط القروض السنوية
فوائد التمويل + أقساط القروض السنوية

ولنبدأ الآن عزيزي القارئ في عرض تفصيلات جهدنا التطبيقي بعرض البيانات الأساسية للشركة موضع التطبيق والتي يوضحها الجدول التالي: .

جدول رقم (٢)

البيانات الأساسية للشركة موضع التطبيق

بعد إعادة تجهيزها لخدمة متطلبات التحليل في الفترة من ١٩٨٢ إلى ١٩٩٠

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	نقدية	أوراق مالية	حسابات مدينة وأوراق قبض	حسابات مدينة أخرى	مخزون	بنوك دائنة	دائنون	حسابات دائنة مختلفة	صافي الربح (الخسائر) قبل الضرائب	فوائد التمويل السنوية	أقساط القروض السنوية
١٩٨٢	٧٢	٢	٤٥	٢٢	١٦٧	—	—	—	—	—	—
١٩٨٣	٨١	٢	٥٩	٢٦	١٦١	١٢٨	٤٢	٨٧	(١٧)	١٦	١٨
١٩٨٤	٣٢	٤	٥٠	٢٩	٧١	٩٢	٤٧	٦٦	(١٤)	١٩	٩
١٩٨٥	٩	٤	٦٦	٤٦	١٨٦	١٢٣	٥٦	٥٦	١	٢٠	٢٠
١٩٨٦	٤١	٤	١١٠	١٠٤	١٨٣	٢٠٠	٤٠	٩٥	١	١٩	٣٠
١٩٨٧	٤٢	٤	١٤٣	٢٥٩	١٨٨	٢٥٤	٣٠	١٥٤	٢	٢٤	٤٥
١٩٨٨	٣٥	٢	١٣٠	٣٦٠	٢٠٠	٤١٠	٥٠	١٣٥	٢	٤١	٥٥
١٩٨٩	٢٩	٤	٢٧٠	٢٥٤	٢٢٩	٥٩٩	٣٥	١٠١	٤	١٨	٦٤
١٩٩٠	٤٠	٤	٣١٣	٢٧٣	٣٣٣	٥	١٦٦	٩١	١	٢٢	٧٥

المصدر : وزارة الصناعة، الهيئة العامة للتصنيع، الإدارة العامة للتوثيق والمعلومات، تقارير تقييم الأداء والحسابات الختامية وميزانيات قطاع الصناعة عن السنوات من ١٩٨١ إلى ١٩٨٩.

واعتمادا على البيانات التي يتضمنها الجدول الـ.سابق نبـ.دأ تحليلنا على النحو التالي:

أولاً: التحليل المـ.الي المقـ.ارن للـ.شركة موضـ.ع التطبيق:

(أ) تحليل السيولة قصيرة الأجل باستخدام الأسلوب التقليدي.

يتضمن الجدول التالي تفصيلا لمحتويات هـ.ذا التحليـ.ل ونتائجه.

جدول رقم (٣)

بيان بتحليل مدى كفاية رأس المال العامل في الشركة موضع التطبيق في الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٩٠

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	رصيد الاستثمار في رأس المال العامل أول السنة	رصيد الاستثمار في رأس المال العامل آخر السنة	المتوسط السنوي لرصيد رأس المال العامل	المتوسط الشهري لرصيد رأس المال العامل	عدد الشهور المعيارية (ن)	الرصيد المعياري لرأس المال العامل اللازم	الرصيد الفعلي لرأس المال العامل اللازم	طبيعة الانحراف	طبيعة ومقدار التعديل في قيمة رأس المال العامل
١٩٨٣	٣٠٨	٣٢٩	٣١٨,٥	٢٦,٥٤	٣	٧٩,٦	(٧١)	٨,٦ +	عدم كفاية
١٩٨٤	٣٢٩	١٨٦	٢٥٧,٥	٢١,٤٦	٣	٦٤,٤	(١٩)	٨٣,٤ +	عدم كفاية
١٩٨٥	١٨٦	٣١١	٢٤٨,٥	٢٠,٧	٣	٦٢,١	٧٦	١٣,٩ −	عدم كفاية
١٩٨٦	٣١١	٤٤٢	٣٧٦,٥	٣١,٣٨	٣	٩٤,١	١٠٧	١٢,٩ −	عدم كفاية
١٩٨٧	٤٤٢	٦٣٦	٥٣٩	٤٤,٩	٣	١٣٤,٧	٩٨	٣٦,٧ +	عدم كفاية
١٩٨٨	٦٣٦	٦٢٨	٦٣٢	٥٢,٧	٣	١٥٨,١	٣٣	١٢٥,١ +	عدم كفاية
١٩٨٩	٦٢٨	٨٧٦	٧٠٧	٥٨,٩	٣	١٧٦,٧	٥١	١٢٥,٧ +	عدم كفاية
١٩٩٠	٧٨٦	٨٦٣	٨٢٤,٥	٦٨,٧	٣	٢٠٦,١	٦٠١	٣٩٤,٩ −	كفاية زائدة

إلى الفهرس

وتؤكد نتائج التحليل التقليدي التي يتضمنها الجدول الـ ـسابق الانخفاض الجوهري في نتـ ـائج المعـ ـايير الثلاثـ ـة الفعليـ ـة وانحرافها عن حدود العلاقات النمطية الشائعة وذلك باستثناء ما تظهر عليه في عام ١٩٩٠ بالنـ ـسبة لمعيـ ـاري التـ ـداول والسيولة الأمر الذي يتطلب زيادة قيمة الاستثمار فـ ـي رأس المال العامل بمبالغ كبيرة بلغت قيمتها المتوسطة ٢٦٩ مليون جنيه، وزيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل بمبـ ـالغ كبيرة بلغت قيمتها المتوسطة ٢٦٩ مليون جنيه، وزيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل بـ ـدون المخـ ـزون بقيمـ ـة متوسطة قدرها ٥٤ مليون جنيه، وفي الوقت الذي يتطلب فيه الأمر زيادة قيمة المبالغ المستثمرة في النقدية بمبالغ كبيـ ـرة بلغت قيمتها المتوسطة ١٥٩ مليون جنيه.

والسؤال الآن ينحصر في: ماهية النتائج المترتبـ ـة مـ ـن الاعتماد على هذه النتائج سواء في مجال تقييم موقف السيولة قصيرة الأجل في الشركة موضع التحليل أو مجـ ـال تنفيـ ـذ القرارات التصحيحية الموضحة؟ .

والواقع أن الإجابة عن السؤال المطروح سوف تتحدد من خلال النتائج التي يمكن استخلاصها مـ.ن خـ.لال اسـ.تخدام أسلوب التحليل المقترح والذي نعرض له على النحو التالي:

(ب) تحليل السيولة قصيرة الأجـ.ل باسـ.تخدام الأسلوب المقترح:

١: تحليل مدى كفاية رأس المال العامل:

من خلال تطبيق الأسلوب التحليلي وكيفية التوصل إلـ.ى القيم الممثلة الثلاثة والتي سبق عرضـ.ها بـ.شكل مفـ.صل، نعرض للجدول التالي والذي يتضمن تفصيلا لتحليـ.ل مـ.دى كفاية رأس المال العامل في الشركة موضع التطبيق.

جدول رقم (٤)

بيان بتحليل السيولة قصيرة الأجل للشركة
باستخدام الأسلوب التقليدي في الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٩٠

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	معيار التداول (٢ : ١)					معيار السيولة (١ : ١)					المعدل النقدي (٥ر : ١)				
	قيمة الاستثمار في رأس المال العامل	قيمة الالتزامات قصيرة الأجل	معيار التداول الفعلي	طبيعة الانحراف	قيمة مقدار التحول في قيمة رأس المال العامل	قيمة الاستثمار في رأس المال السائل	قيمة الالتزامات قصيرة الأجل	معيار السيولة الفعلي	طبيعة الانحراف	قيمة مقدار التحول في قيمة رأس المال العامل	قيمة الاستثمار في النقدية	قيمة الالتزامات قصيرة الأجل	المعدل النقدي الفعلي	طبيعة الانحراف	طبيعة ومقدار التحويل في النقدية
١٩٨٣	٣٢٩	٢٥٨	١:١,٢٨	إنخفاض	١٨٧ +	١٦٨	٢٥٨	٦٥ر:١	إنخفاض	٩٠ +	٨١	٢٥٨	١:٠,٣١	إنخفاض	٤٨ +
١٩٨٤	١٨٦	٢٠٥	١:٠,٩١	إنخفاض	٣٢٤ +	١١٥	٢٠٥	٥٦ر:١	إنخفاض	٩٠ +	٣٢	٢٠٥	١:٠,١١	إنخفاض	٧٦ +
١٩٨٥	٣١١	٢٣٥	١:١,٣٣	إنخفاض	١٥٩ +	١٢٥	٢٣٥	٥٣ر:١	إنخفاض	١١٠ +	٩	٢٣٥	١:٠,٠٤	إنخفاض	١٠٩ +
١٩٨٦	٤٤٣	٣٣٥	١:١,٣٣	إنخفاض	٢٢٨ +	٢٥٩	٣٣٥	٧٧ر:١	إنخفاض	٧٦ +	٤٦	٣٣٥	١:٠,١٣	إنخفاض	١٢٧ +
١٩٨٧	٦٣٦	٥٣٨	١:١,١٨	إنخفاض	٤٤٠ +	٤٤٨	٥٣٨	٨٣ر:١	إنخفاض	٩٠ +	٤٢	٥٣٨	١ر:١	إنخفاض	٢٢٧ +
١٩٨٨	٦٢٨	٥٩٥	١:١,١	إنخفاض	٥٦٢ +	٤٢٨	٥٩٥	٧٢ر:١	إنخفاض	١٦٧ +	٣٥	٥٩٥	١ر:١	إنخفاض	٢٦٣ +
١٩٨٩	٧٨٦	٧٣٥	١:١,١	إنخفاض	٦٨١ +	٥٥٧	٧٣٥	٧٦ر:١	إنخفاض	١٧٨ +	٢٩	٧٣٥	١:٠,٠٤	إنخفاض	٢٢٩ +
١٩٩٠	٨٦٣	٣٦٢	١:٢,٣	زيادة	٣٢٩ −	٦٣٠	٣٦٢	٧ر١:١	زيادة	٣٦٨ −	٤٠	٣٦٢	١٥ر:١	إنخفاض	٩١ +
متوسط حسابي	٥٢٣	٣٩٥	١:١,٤	إنخفاض	٣٦٩	٢٤١	−	٨ر:١	إنخفاض	٤٤	٣٩	−	١٢ر:١	إنخفاض	١٥٩ +

إلى الفهرس

وبفحص محتويات ونتائج التحليل التي يتـضمنها الجـدول السابق يتضح أن موقف السيولة في الشركة والمتعلق بمـدى كفاية رأس المال العامل لأداء وظيفته الدفاعيـة والتـشغيلية متبايناً خلال سنوات السلسلة الزمنية بين الكفاية الزائدة وعدم الكفاية مع التباين الواضح فـي طبيعـة ومقـدار التعـديل المطلوب في قيمة رأس المال العامل، الأمر الـذي يتطلـب أهمية إجراء المقارنة بين هذه النتائج وبين تلك النتائج التـي توصلنا إليها باستخدام الأسلوب التقليدي (وخاصـة معيـار التداول) والذي يتضمنه الجدول رقم (٣) الأمر الذي توضحه محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

بيان مقارن بنتائج تحليل مدى كفاية رأس المال العامل للشركة موضع التطبيق فى الفترة بين ٨٣ - ١٩٩٠

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	طبيعة الإنحراف		طبيعة وقيمة التعديل المطلوب فى رأس المال العامل		قيمة رأس المال العامل بعد التعديل		العلاقة النسبية بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة
	الأسلوب التقليدى	الأسلوب المقترح	الأسلوب التقليدى	الأسلوب المقترح	الأسلوب التقليدى	الأسلوب المقترح	الأسلوب المقترح
١٩٨٣	انكماش	عدم كفاية	+١٨٧	+٨,٦	٥١٦	٣٣٧,٦	١ : ١,٣
١٩٨٤	انكماش	عدم كفاية	+٢٢٤	+٨٣,٤	٤١٠	٢٦٩,٤	١ : ١,٣
١٩٨٥	انكماش	كفاية زائدة	+١٥٩	-١٣,٩	٤٧٠	٢٩٧,١	١ : ١,٣
١٩٨٦	انكماش	كفاية زائدة	+٣٢٨	-١٢,٩	٦٧٠	٤٢٩,١	١ : ١,٣
١٩٨٧	انكماش	عدم كفاية	+٤٤٠	+٣٦,٧	١٠٧٦	٦٧٢,٧	١ : ١,٣
١٩٨٨	انكماش	عدم كفاية	+٥٦٢	+١٢٥,١	١١٩٠	٧٥٣,١	١ : ١,٣
١٩٨٩	انكماش	عدم كفاية	+٦٨٤	+١٢٥,٧	١٤٧٠	٩١١,٧	١ : ١,٣
١٩٩٠	زيـــــادة	كفاية زائدة	-٣٢٩	-٢٩٤,٩	٥٢٤	٤٦٨,١	١ : ١,٨

إلى الفهرس

وتؤكد محتويات الجدول السابق على الحقائق التالية:

١/١: أن هناك اختلافا واضـحا بـين كـل مـن النتـائج المستخلصة من تحليـل الـسيولة قـصيرة الأجـل باستخدام أسلوبي التحليل التقليدي والمقترح من حيث طبيعة الانحراف حيث ترتبط حالة الانخفـاض فـي العلاقة بين الأصول والخـصوم المتداولـة والتـي يؤكدها التحليل التقليدي بحالة الكفاية الزائدة لـرأس المال العامل التي يؤكدها التحليل المقترح وبالتحديـد في السنوات ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٩٠.

١/ ٢: أن حالات التوافق بين كل من نتائج التحليل التقليـدي والتحليل المقترح والمرتبطة بطبيعة الانحراف فـي العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة من حيث ارتباط الانخفاض بعدم الكفاية تـرتبط أيـضا باختلافات واضحة وجوهرية فيما يتعلـق بطبيعـة وقيمة التعديل المطلوب فـي رأس المـال العامـل بالإضافة إلى قيمة رأس المال العامل بعـد التعـديل باستخدام أسلوبي التحليل التقليدي والمقترح.

١/ ٣: أن تبني نتائج التحليل التقليدي وتنفيذ توصياتها تؤدي في التحليل النهائي إلى إحداث تأثير سلبي ج.وهري على ربحية الشركة من خلال المبالغ.ة ف.ي قيم.ة الاستثمار في رأس المال العامل، وتزداد حدة ه.ذا التأثير عند زيادة قيمة الاستثمار ف.ي رأس الم.ال العامل في الوقت الذي يتحتم فيه تخفيض قيمته وهو الأمر الذي تؤكده النتائج المرتبطة بالسنوات ١٩٨٥، ١٩٨٦، ١٩٩٠.

١/ ٤: أنه ومن خلال نتائج التحلي.ل المرتبط.ة بالأس.لوب المقترح أمكن تحديد العلاقة النمطية بين ك.ل م.ن الأصول المتداولة والخصوم المتداولة بالشكل ال.ذي يعكس طبيعة نشاط الشركة موضع التطبيق وال.ذي يدور حول (١,٣: ١) في الوقت الذي تت.صف في.ه العلاقة المذكورة بالمرونة المتمثل.ة ف.ي إمكاني.ة تحديدها بصورة سنوية.

٢) تحليل مدى فعالية رأس المال العامل:

تطبيقاً لمضمون الأسلوب التحليلي وكيفية التوصل إل.ى القيم الممثلة لهذا البعد ومن خلال البيانات المدونة بالج.دول

رقم (٢) نعرض للجدول التالي والذي يتضمن تحليلا لمـدى فعالية رأس المال العامل في الشركة موضع التطبيق:

جدول رقم (٦)

بيان بتحليل مدى فعالية رأس المال العامل للشركة موضع التطبيق في الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٩٠

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	الإستثمار في النقدية				الإستثمار في الأوراق المالية				الإستثمار في الحسابات المدينة وأوراق القبض				الإستثمار في الحسابات المدينة المختلفة				الاستثمار في المخزون				مرجحة فعالية رأس المال العامل
	قيمة	٪	نقاط ترجيح	قيمة مرجحة	قيمة	٪	نقاط ترجيح	قيمة مرجحة	قيمة	٪	نقاط ترجيح	قيمة مرجحة	قيمة	٪	نقاط ترجيح	قيمة مرجحة	قيمة	٪	نقاط ترجيح	قيمة مرجحة	
١٩٨٣	٨١	٢٠	٥	١٫٢٠	٢	١	٤	٠٫٠٤	٥٩	١٧	٣	٠٫٥١	٣٦	٧	٢	٠٫١٤	١١١	٤٨	١	٠٫٤٨	٢٫٤٢
١٩٨٤	٣٣	١٧	٥	٠٫٨٥	١	٢	٤	٠٫٠٨	٤٠	٢٧	٣	٠٫٨١	٣٦	١٦	٢	٠٫٣٢	٧١	٢٨	١	٠٫٢٨	٢٫٤٤
١٩٨٥	٩	٣	٥	٠٫١٥	٤	١	٤	٠٫٠٤	٦٦	٢١	٣	٠٫٦٣	٤٦	١٥	٢	٠٫٣	١٨٦	٦٠	١	٠٫٦٠	١٫٧٢
١٩٨٦	٤١	٩	٥	٠٫٤٥	٤	١	٤	٠٫٠٤	١١٠	٢٥	٣	٠٫٧٥	١٠٤	٢٤	٢	٠٫٤٨	١٨٣	٤١	١	٠٫٤١	٢٫١٣
١٩٨٧	٤٢	٧	٥	٠٫٣٥	٤	١	٤	٠٫٠٤	١٤٣	٢٢	٣	٠٫٦٦	٢٠٩	٤٠	٢	٠٫٨	١٨٨	٣٠	١	٠٫٣٠	٢٫١٥
١٩٨٨	٣٥	٦	٥	٠٫٣٠	٣	٠٫٥	٤	٠٫٠٢	١٣٠	٢١	٣	٠٫٦٣	٢٦٠	٤١٫٥	٢	٠٫٨٣	٢٠٠	٣١	١	٠٫٣١	٢٫١٠
١٩٨٩	٢٩	٤	٥	٠٫٢٠	٤	٠٫٥	٤	٠٫٠٢	٢٧٠	٣١	٣	١٫٠٣	٢٥٤	٣٦٫٥	٢	٠٫٧٠	٢٢٩	٢٩	١	٠٫٢٩	٢٫٦٨
١٩٩٠	٤٠	٥	٥	٠٫٢٥	٤	٠٫٥	٤	٠٫٠٢	٣١٢	٣٦	٣	١٫٠٨	٣٥٣	٣٦٫٥	٢	٠٫٧٣	٣٣٣	٣٧	١	٠٫٣٧	٢٫٢٥

ومن محتويات الجدول السابق يتبين أن فعالية رأس المـال العامل في الشركة. ومن خلال سنوات السلـسلة الزمنيـة لا تتغير في قيمتها بشكل حاد من سنة لأخـرى حيـث بلغـت قيمتها المتوسطة ٢,١٧ في الوقت الذي بلغت فيـه درجـة الفعالية أعلى قيمة لها . ٢,٤٤٠ . في عام ١٩٨٤ في حين بلغت أقل درجاتها . ١,٧٢ . في عام ١٩٨٥.

وبتحليل الموقف في عام ١٩٨٤ تبين أن الأوزان النسبية لعناصر رأس المال العامل قد تمثلـت فـي: ١٧ %، ٢ %، ٢٧ %، ١٦ %، ٣٨ % من النقدية إلـى المخـزون علـى التوالي وبالترتيب المدون بالجدول الموضح.

وبالنسبة لعام ١٩٨٥ فقد تمثلت الأوزان المذكورة فـي ٣%، ١ %، ٢١ %، ١٥ %، ٦٠ % مـن النقديـة إلـى المخزون على التوالي، وبالمقارنة المتعمقة بين الحالتين يتأكد أن زيادة درجة فعالية رأس المال العامل في هذه الشركة قد تحددت بزيادة الوزن النسبي لكل من النقدية والاستثمار فـي الأوراق المالية والاستثمار فـي الحـسابات المدينـة، مـع انخفاض المال العامل الملائمة لهذه الشركة تعكسها القيمـة المتوسطة لها ٢,١٧ والتي يمثلها الموقف فـي عـام ١٩٨٩

إلى الفهرس

يمكننا أن نحدد الأوزان النسبية الملائمة للعناصـ.ـر المكونـ.ـة لرأس المال العامل لهذه الشركة على الوجـ.ـه الآتـ.ـي: ٤ % نقدية، ٥ % للاستثمار في الأوراق المالية، ٣٤ % للاستثمار في الحسابات المدينة وأوراق القبض ٣٢,٥ % للاستثمار في الحسابات المدينة المختلفة، ٢٩ % للاستثمار في المخـ.ـزون مع التحفظ الشديد والناتج عن عدم معايشتنا للظروف الفعلية للشركة موضع التحليل.

٣) تحليل درجة المخـ.ـاطر المرتبطـ.ـة بالالتزامـ.ـات قصيرة الأجل:

تطبيقاً لمضمون الأسلوب التحليل وكيفية التوصـ.ـل إلـ.ـى القيم الممثلة لهذا البعد والسابق تحديدها ومن خلال البيانـ.ـات المدونة بالجدول رقم (٢) نعرض للجـ.ـدول التـ.ـالي والـ.ـذي يتضمن تفصيلا لتحليل درجة المخـ.ـاطر المرتبطـ.ـة بهيكـ.ـل الالتزامات قصيرة الأجل في الشركة موضع التطبيق.

جدول رقم (١٢)

بيان بالنتائج النهائية لتحليل الانحدار المتعدد لأسلوبي التحليل التقليدي والمقترح بالنسبة للشركة موضع التطبيق

أسلوب التحليل النقدي					أسلوب التحليل المقترح				
معادلة الانحدار المتعدد المقترحة	معامل التحديد R^2	F.T المحسوبة	D.T المحسوبة	مدى جوهرية المعادلة المقترحة	معادلة الانحدار المتعدد المقترحة	معامل التحديد R^2	F.T المحسوبة	D.T المحسوبة	مدى جوهرية المعادلة المقترحة
$\dot{Y}_1 = .917660 + .285705 X_1 + .147055 X_2 - 2.395076 X_3$	79.14	5.141	1.65	عدم جوهرية المعادلة المقترحة	$\dot{Y}_2 = 2.736140 + .001535 X_1 + .565163 X_2 - .396326 X_3$	89.1	10.88	2.15	جوهرية المعادلة المقترحة

واستنادا إلى ما سبق لنا التأكيد عليه من انخفـاض درجـة المخاطر المرتبطة بهيكل الالتزامات قصيرة الأجل بزيـادة القيمة الممثلة لهذا البعد نظرا لإعطـاء الأسـلوب المقتـرح أوزانًا ترجيحية منخفضة لعناصر الالتزامات الأكثر خطرا، ومن محتويات الجدول السابق يتبـين أن درجـة المخـاطر المرتبطة بالالتزامات قصيرة الأجل في الشركة وداخل حدود السلسلة الزمنية التي تغطيها الدارسة التطبيقية لا تتغير فـي قيمتها بشكل حاد من سنة لأخـرى، حيـث بلغـت قيمتهـا المتوسطة ١,٧٤ في الوقت الذي بلغت فيه درجة المخـاطر أدنى قيمة لها في عام ١٩٩٠ حيث بلغت ٢,٣٣، في حـين بلغت هذه الدرجة أعلى قيمة لها في عام ١٩٨٩ حيث بلغت ١,٣٣.

وبتحليل الموقف في عام ١٩٩٠ والذي يمثـل أفـضل الحالات التي مرت بها الشركة من حيث انخفـاض درجـة المخاطر يتبين أن الأوزان النـسبية لعناصـر الالتزامـات قصيرة الأجل قد تمثلت فـي: ٢ %، ٦٣ %، ٣٥ % مـن أرصدة البنوك الدائنة إلى أرصدة الحسابات الدائنة المختلفـة على التوالي وبالترتيب المدون بالجدول الموضح.

وبالنسبة لعام ١٩٨٩ والذي يرتبط بأسوأ الحـ ـالات التـ ـي مرت بها الشركة من حيث ارتفاع درجة المخاطر نجـ ـد أن الأوزان النسبية لعناصر الالتزامات قصيرة الأجل قد تمثلت في: ٨١ %، ٥ %، ١٤ % من أرصدة البنوك الدائنة إلـ ـى أرصدة الحسابات الدائنة المختلفة على التوالي.

وإذا ما اعتبرنا أن درجة المخاطر الملائمـ ـة فـ ـي هـ ـذه الشركة تتمثل في القيمة المتوسطة لهذه الدرجة والتي بلغـ ـت ١,٧٤ والتي يمثلها الموقف في عام ١٩٨٥ تقريبا فيمكننا أن نحدد الهيكل الملائم للالتزامات قصيرة الأجـ ـل فـ ـي هـ ـذه الشركة على النحو التالي:

٥٢ % للأرصدة الدائنة للبنوك، ٢٤ % لأرصدة الدائنين، ٢٤ % لأرصدة الحسابات الدائنة المختلفة وذلك تحت إطـ ـار التحفظ السابق ذكره.

ثانيا: التحليل الإحـ ـصائي المقـ ـارن للـ ـشركة موضع التطبيق:

يهدف هذا الجزء من الدراسة التطبيقية إلى التحقق مـ ـن مدى سلامة الاستخدام الإحصائي للأسلوب المقترح مقارنـ ـة

بالاستخدام الإحصائي للأسلوب التقليدي وذلك من حيث قـوة علاقة الارتباط بين المتغير التـابع والمتغيـرات المـستقلة، وضعف علاقات الارتباط الذاتي بين المتغيـرات المـستقلة بعضها البعض، بالإضافة إلـى قـوة وجوهريـة المعادلـة المقترحة في التحديد المسبق للمتغير التابع اعتمادا على القيم المتوقعة للمتغيرات المستقلة وذلك باستخدام الإطـار العـام والتفصيلي السابق توضيحه في الجـزء المتعلـق بأسـاليب التحليل المطبقة هنا، هذا وقبل العرض التفـصيلي للتحليـل الإحصائي وأهم نتائجه نحـدد القـيم الجدوليـة (النظريـة) للمقياس المستخدم في تحليل التباين لتحديد مـدى جوهريـة المعادلات المقترحة والمتمثل في **F – TEST – R** حيـث إن قيمة **F** النظرية عند درجات حرية (٤,٣) في اتجـاهين وبمستوى معنوية ٥ % = ٦,٥٩.

وبالنسبة لاختبار **D - Test** فيهدف إلى اختبار وجود أو عدم وجود علاقة بين الخطأ في سنة والخطأ في سنة أخرى داخل حدود السلسلة الزمنية التي تغطيها هذه الدراسة، حيث إنه كلما اقتربت قيمة **D** المحسوبة من ٢ كلما دل ذلك على عدم وجود تلك العلاقة الأمر الذي يرتبط بزيادة دقة التقدير،

وفيما يلي تفصيل للتحليل الإحصائي المقارن، وأهم نتائجه، وذلك اعتمادا على البيانات المدونة بالجدول رقم (٣) بالإضافة إلى القيم السابق حسابها . في مرحلة التحليل المالي المقارن . والتي تعكس المتغيرات الستة المكونة لكل من الأسلوب التقليدي والأسلوب المقترح نعرض لما يلي:

١) التحليل الإحصائي باستخدام الأسلوب التقليدي:

لقد تم تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي والمتمثل في تكوين مصفوفة الارتباط وفي تكوين معادلة الانحدار المتعدد المقترحة من خلال القيم التي تم حسابها للمتغيرات المكونة للمعادلة المذكورة والتي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٨)

بيان بالقيم المحسوبة للمتغيرات المرتبطة بالأسلوب التحليلي التقليدي في الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٩٠

متغيرات سنوات	القـ. . . . . ـيم المحـ. ـسوبة لمعيار التداول X_1	القـ. . . . . ـيم المحـ. ـسوبة لمعيـ. . . ـار السيولة X_2	القـ. . . . . ـيم المحـ. ـسوبة للمعدل النقدي X_3	القيم المحسوبة لعدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة Y_1
١٩٨٣	١,٢٨	٠,٦٥	٠,٣١	٠ز٥
١٩٨٤	٠,٩١	٠,٥٦	٠,١٦	٠,٥
١٩٨٥	١,٣١	٠,٥٣	٠,٠٤	١,٠٢
١٩٨٦	١,٣٢	٠,٧٧	٠,١٢	١,٠٢
١٩٨٧	١,١٨	٠,٨٣	٠,١	١,٠٢
١٩٨٨	١,١	٠,٧٢	٠,١	١,٠٣
١٩٨٩	١,١	٠,٧٦	٠,٠٤	١,٠٤
١٩٩٠	٣,٣	٢,٤	٠,١٥	١,٠١
متوسط	١,٤	٠,٣	٠,١٢	٠,٨٩٣

إلى الفهرس

١/ ١: تحليل علاقات الارتباط بـ.ـين المتغيـ.ـرات المكونـ.ـة لأسلوب التحليل التقليدي للشركة موضع التطبيق:

من خلال البيانات التي يتضمنها الجـ.ـدول الـ.ـسابق قـ.ـام برنامج التحليل الإحصائي بتكوين مصفوفة الارتباط التالية:

جدول رقم (٩)

بيان بمصفوفة الارتباط بين القيم المحسوبة والمكونة للأسلوب التقليدي للشركة موضع التطبيق

	Y_1	X_1	X_2	X_3
Y_1		٠,٢٤	٠,٢٦	٠,٨ .
X_1			٠,٩٨	٠,١٦
X_2				٠,١

من مصفوفة الارتباط الموضحة يمكن استخلاص النتـ.ـائج التالية:

١/ ١/ ١ إن علاقة الارتباط بين المتغير التـ.ـابع وبـ.ـين المتغيرات المستقلة المكونة للأسلوب التقليدي تنحـ.ـصر فـ.ـي علاقة الارتباط العكسي القوى بين عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة ($Y1$) وبين المعدل النقدي وهو الأمر الـ.ـذي يتماشى مع منطقية العلاقة بين زيادة قيمة الاسـ.ـتثمار فـ.ـي

إلى الفهرس

النقدية وبين انخفاض قيمة الأرباح المحققة ارتباطاً بمفهـوم الفرصة الضائعة.

١/ ١/ ٢ إن نقطة الـضعف الواضـحة فـي المعالجـة الإحصائية للأسلوب التحليلي التقليدي تتحصر فـي علاقـة الارتباط القوى جدا بين معياري التداول والسيولة.

١/ ٢: تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المكونة لأسـلوب التحليل التقليدي للشركة موضع التطبيق:

من خلال تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي باستخدام البيانات التي يتضمنها الجدول رقم (٨) تم تكـوين معادلة الانحدار المرتبطة بأسلوب التحليـل التقليـدي علـى الوجه التالي:

$$\hat{Y}_1 = A + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 + X_3$$

$$\hat{Y}1 = .917660 + .285705\,X1 + .147055\,X2 - 2.395076\,X_3.$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٧٩,٤١ % بمـا يعنـي أن هذه المعادلة المقترحة ترتبط بكون المتغيرات المستقلة الثلاثة المكونة للأسلوب التقليدي تتمكن من تحديد عدد مرات تغطية هذه الشركات للأعباء التمويلية الثابتة بنسبة ٧٩,٤١ %.

ولاختيار جوهرية هذه المعادلة بلغت ق.يم (٣. ٤، ٥ %) F = ٥,١٤١٠ والتي تقل عن قيمة F النظرية الأمر الـ.ذي يعني عدم جوهرية هذه المعادلة.

ولقد بلغت قيمة D. T المحسوبة ١,٦٥ والتي تبتعد ع.ن قيمة D المعيارية الأمر الذي يعني وجود علاقة بين الخط.أ في التقدير بين سنوات السلسلة الزمنية وهو الأمر التي يؤكد على عدم جوهرية هذه المعادلة.

٢) التحليل الإحصائي باستخدام الأسلوب المقترح:

لقد تم تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاس.ب الآل.ي والمتمثل في تكوين مصفوفة الارتباط وفي تك.وين معادل.ة الانحدار المتعدد المقترحة من خلال القيم التي ت.م ح.سابها للمتغيرات المكونة للمعادلة المذكورة والتي يتضمنها الجدول التالي:

سنوات / متغيرات	القـ . . . . ـيم المحـ ـ ـسوبة لمعيار التداول X_1	القـ . . . . ـيم المحـ ـ ـسوبة لمعيـ . . . ـ ـار السيولة X_2	القـ . . . . ـيم المحـ ـ ـسوبة للمعدل النقدي X_3	القيم المحسوبة لعدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة Y_1
١٩٨٣	+ ٨,٦	٢,٤٢	١,٨٤	٠,٥
١٩٨٤	+ ٨٣,٤	٢,٤٤	١,٨٧	٠,٥
١٩٨٥	. ١٣,٩	١,٧٢	١,٧٢	١,٠٢
١٩٨٦	. ١٢,٩	٢,١٣	١,٦٨	١,٠٢
١٩٨٧	+ ٣٦,٧	٢,١٥	١,٦٢	١,٠٢
١٩٨٨	+ ١٢٥,١	٢,١٠	١,٥٤	١,٣
١٩٨٩	+ ١٢٥,٧	٢,١٨	١,٣٣	١,٠٤
١٩٩٠	. ٣٩٤,٩	٢,٢٥	٢,٣٣	١,٠١
متوسط	. ٥,٢٧٥	٢,١٧	١,٧٤	٠,٨٩٣

٢/ ١ تحليل علاقات الارتبـ ـاط بـ ـين المتغيـ ـرات المكونـ ـة لأسلوب التحليل المقترح للشركة موضع التطبيق:

من خلال البيانات التي يتضمنها الجـ ـدول الـ ـسابق قـ ـام برنامج التحليل الإحصائي بتكوين مصفوفة الارتباط التالية:

جدول رقم (١١)

بيان بمصفوفة الارتباط بين القيم المحسوبة والمكونة للأسلوب المقترح

	Y 1	X 1	X 2	X 3
Y 1		٠,٣٢	٠,٧ .	٠,١٣ .
X 1			٠,٢٣	٠,٧٨
X 2				٥3٠,

ومن مصفوفة الارتباط الموضحة يمكن استخلاص النتائج التالية:

٢/١/ ١ أن علاقة الارتباط بين المتغيـ.ر التـ.ابع وبـ.ين المتغيرات المستقلة المكونة للأسلوب المقترح تتحـ.صر فـ.ي علاقة الارتباط العكسي القوي بين عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة (Y_1) وبين درجة فعالية رأس المال العامـ.ل (X_2) وهو الأمر الذي يعكس نتيجة منطقية مـ.ن حيـ.ث إن زيادة درجة فعالية رأس المال العامل والتي تعكس تزايدا في الوزن النسبي للعناصر الأكثر سيولة والأقل ربحيـ.ة وهـ.و الأمر الذي ينعكس على انخفاض قيمة أرباح الشركة.

إلى الفهرس

٢/ ١/ ٢ أن نقطة الـ ضعف الواضـ حة فـ ي المعالجـ ـة الإحصائية للأسلوب التحليلي المقترح تتحصر فـ ي علاقـ ـة الارتباط الطردي القوى جدا بين معياري الكفاية والمخاطر.

٢/ ٢ تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المكونـ ـة لأسـ ـلوب التحليل المقترح للشركة موضع التطبيق:

من خلال تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي باستخدام البيانات التي تضمنها الجدول رقم (٨) تم تكـ وين معادلة الانحدار المرتبطة بأسلوب التحليـ ل المقتـ رح علـ ى الوجه التالي:

$$\hat{Y}_2 = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 + X_3$$

$$\hat{Y}_2 = 2.736140 + .001535 X_1 + .565163 X_2 - .396326 X_3 -$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٨,١ % بما يزيد علـ ى معامل التحديد المرتبط بالمعادلة المـ رتبط بالمعادلـ ـة التـ ي اقترحها الأسلوب التقليدي في التحليل بمعدل ٩,٦٩ % الأمر الذي يعني زيادة قدرة المتغيرات المستقلة المكونة للأسـ ـلوب المقترح فيما يتعلق بتحديدها لعدد مـ رات تغطيـ ـة الأعبـ ـاء التمويلية الثابتة وذلك مقارنة بقـ درة المتغيـ رات المـ ستقلة المكونة للأسلوب التقليدي وباختبار جوهرية هـ ذه المعادلـ ـة

بلغت قيمة F = ١٠,٩٧٧ (٣,٤,٥) والتي تزيد على قيمـة F النظرية الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

ولقد بلغت قيمة **D. T** المحسوبة ٢,١٥ والتي تقترب من قيمة **D. T** المعيارية الأمر الذي يعني عدم وجود علاقة بين الخطأ في التقدير بين سنوات السلسلة الزمنية وهـو الأمـر الذي يؤكد على جوهرية هذه المعادلة.

وفي نهاية هذا التحليل المقارن يمكننا التأكيد على النتـائج التالية:

١) على مستوى التحليل المالي المقارن للسيولة قصيرة الأجل للشركة موضع التطبيق: باستخدام أسـلوبي التحليـل التقليدي والمقترح داخل حدود البعد الأول من الأبعاد الثلاثة المكونة لأسلوب التحليل المقترح والمتمثل في تحليل درجـة كفاية رأس المال العامل تأكدت النتائج التفصيلية التالية:

١/ ١: أن العلاقة بين قيمة الاستثمار في رأس المال العامل وبين قيمة الالتزامات قصيرة الأجل والتـي يقيـسها معيار التداول والذي يمثل أهـم المعـايير المكونـة لأسلوب التحليل التقليدي وأكثرها شيوعا في مجـال الاستخدام العملي قد أكدت علـى وجـود انحـراف

جوهري عن حدود العلاقة النمطية (٢: ١) الـ.شائعة في جميع سنوات السلسلة الزمنيـ.ـة التـ.ـي تغطيهـ.ـا الدراسة التطبيقية وذلك فيما عدا سنة ١٩٩٠ حيـ.ـث ظهرت العلاقة الفعلية أكبر من العلاقة النمطية حيث كانت (٣,٣: ١) الأمر الذي يؤدي بالضرورة ومـ.ـن خلال تبني نتائج هذا الأسلوب في اتخاذ القـ.ـرارات وتنفيذ الإجراءات التصحيحية إلى حتمية زيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل بمبالغ كبيرة تمثلت قيمتها في ٣٢٩ مليون جنيه.

١/ ٢: أن العلاقة بين قيمة الاستثمار في رأس المال العامل وبين قيمة الالتزامات قصيرة الأجل والتي تم قياسها بتحليل درجة كفاية رأس المال العامل والذي يمثـ.ـل أحد الأبعاد الثلاثة المكونة لأسلوب التحليل المقتـ.ـرح . داخل حدود السلسلة الزمنية التي تغطيها الدراسة التطبيقية، قد أكدت على وجود اخـ.ـتلاف جـ.ـوهري متباين الاتجاه بين عدم الكفاية وبين الكفاية الزائـ.ـدة الأمر الذي يؤكد على الاختلاف الواضح بين نتـ.ـائج أسلوبي التحليل التقليدي والمقترح، حيـ.ـث إن تبنـ.ـي

إلى الفهرس

نتائج الأسلوب المقترح في هذا المجال فـي اتخـاذ القرارات وتنفيذ الإجراءات التصحيحية لعلاج حالات عدم الكفاية وحالات الكفاية الزائدة يشير إلى حتميـة زيادة القيمة المتوسطة للاستثمار فـي رأس المـال العامل بمقدار ٢٦٩ مليون في الوقت الذي تحتم فيه تخفيض متوسط قيمة الاسـتثمار فـي رأس المـال العامل بمقدار ٥,٣ مليون جنيـه بالنـسبة للـشركة موضع التطبيق داخل حـدود اسـتخدام الأسـلوب المقترح:

١/ ٣: أخذاً في الاعتبار تفصيلات النتيجتين السابقتين يتأكـد أن تبني نتائج التحليل المقترح كبديل لتبنـي نتـائج التحليل التقليدي يؤدي إلى:

١/ ٣/ ١: إمكانية التحديد الدقيق لقيمة الاستثمار الملائم في رأس المال العامل والمطلوب الاحتفاظ بها لتـوفير متطلبات التشغيل وتحقيق الأربـاح وضـمان عـدم تعرض الشركة لمخاطر الحرجة المالي المتمثلة في عدم القدرة على سداد الالتزامات الجارية المـستحقة

في مواعيد استحقاقها وما يترتب عليها من انعكاسات سلبية مؤثرة.

١/ ٣/ ٢: تجنب المبالغة في قيمة الاس.تثمارات الموجه.ة لرأس المال العامل والتي تحدث تأثيرا س.لبيا عل.ى ربحية الشركة حيث تميز الأسلوب المقت.رح ع.ن الأسلوب التقليدي في مجال تحديد قيم.ة الاس.تثمار المطلوب في رأس المال العام.ل لل.شركة وذل.ك بتحرير قيم جوهرية من الاستثمار في رأس الم.ال العامل وتوجيهها للاستثمار الأكثر ربحا.

١/ ٣/ ٣: ارتباطاً بالنتائج السابقة تأك.د نج.اح الأس.لوب المقترح من خلال تحليل مدى كفاي.ة رأس الم.ال العامل في تحديد العلاقة النمطية ب.ين رأس الم.ال العامل والالتزامات الجارية والتي تعك.س طبيع.ة نشاط الشركة وظروفها المتغيرة والتي تمثلت قيمتها المتوسطة في (١,٣: ١) بالنسبة لل.شركة موض.ع التطبيق، وذلك في ظل عدم وج.ود أس.باب تمن.ع استخدام ذات الأس.لوب بالن.سبة لكاف.ة ش.ركات الأعمال.

(٢) على المستوى التحليلي المالي المقارن للسيولة قصيرة الأجل للشركة موضع التطبيق باستخدام أسـلوبي التحليـل التقليدي والمقترح داخل حدود البعد الثـاني مـن الأبعـاد الثلاثة المكونة لأسلوب التحليل المقترح والمتمثل في تحليل درجة فعالية رأس المال العالم تأكدت النتـائج التفـصيلية التالية:

٢/ ١: أن تحليل درجة فعالية رأس المال العامل من خـلال الأسلوب التقليدي لتحليل السيولة ينحصر في المقارنة بين نتائج مؤشراته الثلاثة وتحديد حجم الانخفـاض المتتابع لقيمهم المحسوبة للوقـوف علـى جوهريـة الاستثمار في المخزون السلعي (الذي يمثلـه قيمـة انخفاض معيار السيولة عن معيار التداول) وجوهرية الاستثمار في الحسابات المدينة وأوراق القبض (الذي يمثله قيمة انخفاض المعدل النقـدي علـى معيـار السيولة) والذي يمكن من خلاله التوصل إلى نتـائج وصفية.

٢/ ٢: أن تحليل درجة فعالية رأس المال العامل من خـلال الأسلوب المقترح لتحليل السيولة والذي يتمثـل فـي

حساب القيمة الممثلة لدرجة فعالية رأس المال العامل بالشركة موضع التطبيق ومتابعة تطورها الزمني قد نجح في التوصل إلى قيمة محددة لدرجة الفعالية مع إمكانية تقييمها وتسهيل إجراءات تعظيمه ـا، والتـ ـي بلغت قيمها المتوسـ ـطة بالنـ ـسبة للـ ـشركة موضـ ـع التطبيق: ٢,١٧ درجة والتي تعكس القيمـ ـة الممثلـ ـة لدرجة الفعالية والتي تعكس في المتوسـ ـط طبيعـ ـة نشاط الشركة موضع التطبيق وظروفها الخاصة، هذا بالإضافة إلى إمكانية التوصل إلى درجـ ـة الفعاليـ ـة المعيارية واستخدامها في مجال التخطـ ـيط المـ ـالي بشكل عام.

٣) على مستوى التحليل المالي المقارن للـ ـسيولة قـ ـصيرة الأجل للشركة موضع التطبيق باستخدام الأسلوب التحليلـ ـي المقترح داخل حدود البعد الثالث من أبعاده الثلاثـ ـة أمكـ ـن قياس درجة المخاطر المرتبطة بالالتزامات قـ ـصيرة الأجـ ـل ومتابعة تطورها مع إمكانية تقييمهـ ـا وتـ ـسهيل إجـ ـراءات تدنيتها والتي بلغت قيمتها المتوسطة بالنـ ـسبة للـ ـشركات موضع التطبيق ١,٧٤ درجة والتي تعكس القيمة الممثلـ ـة

لدرجة المخاطر، والتي تعكس في المتوسط نمط القـرارات المالية المتعلقة بالتمويل في الشركة موضع التطبيق، هـذا بالإضافة إلى إمكانية التوصل إلى درجة المخاطر المعيارية واستخدامها في مجال التخطيط المالي بـشكل عـام، هـذا بالإضافة إلى استخدامها في مجال تكوين الهيكـل الملائـم للالتزامات قصيرة الأجل وذلك في ظل عدم وجـود أسـباب تمنع استخدام ذات الأسلوب بالنسبة لكافة شركات الأعمال.

على مستوى التحليل الإحصائي المقـارن للـسيولة قصيرة الأجل للشركة موضع التطبيق تأكد ما يلي:

١) أظهرت المعالجة الإحصائية لأسلوب التحليل التقليدي والمرتبطة بالشركة موضع التطبيق يتضمنها الجدول رقم (٣) أن نقطة الضعف المرتبطة بمجال التحليـل المذكور قد تمثلت في علاقة الارتباط الطردي القوي بـ . . ين معيـ . . اري التـ . . . داول والـ . . . سيولة ($R\ X_1/\ X_2$ = ٠,٩٨) في حين أظهرت المعالجـ . ة المذكورة لأسلوب التحليل المقترح والتي يتـ . ضمنها الجدول رقم (٢) أن نقطة الضعف المرتبطة بمجـ . ال التحليل المذكور قد تمثلـ . ت فـ . ي علاقـ . ة الارتبـ . اط

الطردي القوى بين بعدي الكفاية والمخاطر $R_{X1/X3}$ =٠,٧٨.

٢) بالنسبة لجوهرية معادلة الانحدار المتعـدد المقتـرح لتحديد وتقدير العلاقة بين عدد مرات تغطية الأعباء التمويلية الثابتة وبين المتغيرات المتسلقة المكونة لكل من أسلوبي التحليل التقليدي والمقترح والتي يمكـن استخلاص نتائج تحليلها من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٨)

بيان بالأرقام القياسية المتحركة للبيانات الأساسية للقطاع موضع التحليل

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	صافي الربح بعد الضريبة		ربح التشغيل		جملة الإيرادات		جملة الأصول		حقوق الملكية	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
٨١	٧ -	١٠٠	٦٥	١٠٠	١١٨٧	١٠٠	١١٩٩	١٠٠	٤٢٥	١٠٠
٨٢	١٢ -	١٨٦	٨٤	١٢٩	١٣١٦	١١١	١٤٢٤	١١٩	٤٥٨	١٠٨
٨٣	١٥	٢١٥	١٢٨	١٥٢	١٥٧٦	١٢٠	١٨٠٥	١٢٧	٥٠٥	١١٠
٨٤	١١٥ -	٨٦٧	٣٩	٢٣	١٨٧٨	١١٩	٢٢٦٥	١٢٥	٥٦٩	١١٣
٨٥	٤٨	١٤٣	٣٢٣	٧٦٩	٢١٧٧	١١٦	٢٥٣٣	١١٣	٦٢١	١٠٩
٨٦	١٠٩	٢٢٧	٣١٧	١٤٠	٢٥٤٩	١١٧	٢٨٨٢	١١٤	٧٩٨	١٢٩
٨٧	١٠٣	٩٤	٣٣٦	١٠٦	٣٠٩٣	١٢١	٣٢٩٩	١١٤	٧٩٨	١٠٠
٨٨	١٨٣	١٧٧	٢٥٤	٧٧	٣٨٧٩	١٢٥	٢٩٤٣	١٢٠	٨١٣	١٠٨
٨٩	١٦٣	١٤٥	٥٦٣	٢٢٢	٤٦٢١	١١٩	٤٢٣٧	١١٠	١٠٠٣	١١٦

المصدر : وزارة الصناعة، الهيئة العامة للتصنيع، الإدارة العامة للتوثيق والمعلومات، تقارير تقييم الأداء والحسابات الختامية وميزانيات قطاع الصناعة عن السنوات من ١٩٨١ إلى ١٩٨٩.

إلى الفهرس

وتؤكد المقارنة التي يتضمنها هذا الجدول على تميز الأسلوب التحليلي المقترح عن الأسلوب التحليلي التقليدي في ما يتعلق بتكوين معادلة الانحدار المتعدد المقترح وعلى ذلك يمكننا أن ننادي بـ . :

(١) أهمية تبني الإدارات المسئولة عن الشركة بمختلف أنواعها ومجالات نشاطها لمفهوم السيولة قـ.صيرة الأجل والمحدد في هذا التحليل فـ.ي إدارة الـ.سيولة قصيرة الأجل في مجال صناعة وتحليل القـ.رارات المالية.

(٢) أهمية تبني الإدارات المسئولة عن الشركات بمختلف نوعياتها ومجالات نشاطها بالإضافة إلى الممارسين عمليا لنشاط التحليل المالي وكذلك المهتمين بنتائجه لمفهوم السيولة وأسلوب تحليلها المقترح فـ.ي هـ.ذا الإطار المقترح وذلك اعتمادا على النتائج الإيجابية الإضافية المتوقع تحقيقها من خلال التبني المذكور.

(٣) أهمية تبني زملاء البحث العلمـ.ي الجـ.دد لاتجـ.اه البحوث العلمية التطبيقية علـ.ى قطاعـ.ات النـ.شاط الاقتصادي المصري والتوصل من خلالها إلى خلق

معايير نمطية للأداء المالي تتصف بالمرونـ.ـة فـ.ـي التطبيق والقابلية للتطبيق العملي.

الفصل العاشر

البرنامج المقترح لتحليل الربحية

إلى الفهرس

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى تدعيم قـدرة القـارئ المعرفيـة والمهارية المرتبطة بتحليـل للموقـف الربحـي للمنـشأة، والتخطيط المستقبلي له، وذلك من خلال أهمية التعامل مـع نتائج الربحية كانعكاس مباشر لتلك القـرارات والتـصرفات المالية للإدارة والمرتبطة كما سـبق أن ذكرنـا بقـرارات التمويل وقرارات الاستثمار، بالإضافة إلـى مـستوى الأداء التشغيلي بالمنشأة.

والواقع أن محتوى ومضمون هذا الفصل سـيهدف إلـى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية:

١- إمكانية تطبيق البرنامج المقترح في تحليل ربحيـة كافة المشروعات بصرف النظر عن طبيعة نشاطها الاقتصادي وشكلها القانوني والاستفادة مـن نتـائج تطبيقه في مجالي تحليل الربحية والتخطيط لها.

٢- إمكانية الاستفادة من تطبيق البرنامج المقترح ونتائج تطبيقه في مجالي تحليل الربحية والتخطيط لها داخل دائرة واسعة من المستفيدين تتـضمن المقرضـين

والموردين والجهات التي تمارس الرقابة على الأداء المالي والإداري للمنـشأة بالإضـافة إلـى الإدارة والمساهمين.

٣- القدرة على التخطيط لمعدل العائد على رأس المـال المملوك وتفسير تغيراته السابقة وتحديد أسبابها.

٤- إمكانية فحص وتحليل أثر التفاعـل بـين قـرارات التشغيل والاستثمار وبين قرارات التمويل في توليد ربحيته المنشأة.

ومن الجدير بالذكر أن محتويات هـذا الفـصل وأهدافـه السابق عرضها تعتمد على برنامجنا المقترح لتحليل الربحية، بالإضافة إلى الإطار العام والتفصيلي لبحثنا العلمي المعنون بنموذج مقترح لتفسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية "دراسة تطبيقه" والمنشور بالمجلة العلمية للاقتصاد والتجارة . كلية التجارة . جامعة عين شمس في عددها الأول لعـام ١٩٨٩.

الإطار العام لبرنامج تحليل الربحية

والواقع أنه وكما سبق أن أكدنا أن هناك اتفاقاً على أن الهدف المحوري للفكر المالي المعاصر يدور حول تعظيم قيمة المنشأة من خلال تحقيق معدلات عائد عالية على الأموال المستثمرة، حيث إن محاولة تقدير الاحتياجات المالية وتدبيرها واستثمارها تهدف في النهاية إلى تقليل التكلفة التمويلية إلى أدنى حد ممكن، وفي نفس الوقت تعظيم العائد المحقق من الاستثمارات مما يعني في النهاية تحقيق أكبر فائض ممكن ممثلاً في الفائض القابل للتوزيع والذي يخص رأس المال المملوك في المنشأة، هذا بالإضافة إلى حتمية تحقيق الأرباح الكافية لأداء الوظائف الاقتصادية للربح والمتمثلة في إمكانية التمويل الذاتي، ورفع سعر الأسهم الجارية في أسواق رأس المال وإمكانية مواجهة الالتزامات الثابتة المرتبطة بالديون التي يتضمنها الهيكل التمويلي للمنشأة، وأخيرا فليس هناك من شك في أن الأرباح تعتبر مقياسا جيدا لكفاءة الأداء الاقتصادي للإدارة.

إن برنامجنا التحليلي هنا سوف يتضمن أربعـة مراحـل متكاملة وهي:

(أ) تحليل ربحية المبيعات.

(ب)تحليل ربحية الأصول.

(ج)تحليل ربحية رأس المال.

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات.

ولتطبيق البرنامج المذكور نعيد القـارئ إلـى الفـصل السادس من هذا الكتاب ليستعيد ما سبق أن ذكرناه عن مفهوم التحليل المالي وعن النشاط الخاص بإعادة تجهيـز القـوائم المالية لخدمة متطلبات وأغراض التحليل الرأسي والأفقـي، وبعد ذلك نتجه إلى التعامل مع البيانات التالية عن المنـشأة (ص) بعد إعادة تجهيزها.

جدول رقم (١)

بيان بقائمة المركز المالي المقارن للشركة (ص)

بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

(الأصول) (القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤
أراضى	١٥٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠
إجمالى أصول ثابتة	٢٣٠٠	٣٢٠٠	٤٠٠٠
(مخصص أهلاك)	(٣٧٠)	(٨١٧)	(١٢١٧)
صافى أصول ثابتة	١٩٣٠	٢٣٨٣	٢٧٨٣
أصول ثابتة	٣٤٣٠	٣٨٨٣	٤٢٨٣
مخزون	٥١٠	٩٠٠	١٢٣٥
حسابات مدينة (عملاء)	٩٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠
(مخصص ديون مشكوك فيها)	(١٢٠)	(٣٠٠)	(١٠٠)
صافى عملاء	٧٨٠	٩٠٠	١٩٠٠
أوراق قبض	١٢٠	٥٠٠	٤٠٠
إستثمارات أوراق مالية	٦٠	١٥٠	–
نقدية بالصندوق والبنوك	٣٢٠	٢٠٠٠	١٠٠
أصول متداولة	١٧٩٠	٣٦٥٠	٣٧٣٥
مشروعات تحت التنفيذ	١٠٠	٦٠	٥٠٠
مخزون راكد	٥٠	١٠٠	١٠٠
مخزون مخلفات	٣٥	٣٠	٤٠
مخزون قطع غيار	١٥	٣٠	٣٥
مصروفات مقدمة	١٠٠	٤٠	–
أصول شبه ثابتة	٢٩٠	٢٥٠	٦٦٥
إجمالى أصول	٥٥١٠	٧٧٨٣	٨٦٨٣

تابع جدول رقم (١) الخصوم ورأس المال

(الخصوم ورأس المال) (القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤
رأس مال مدفوع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠
إحتياطيات	٥٠٠	٢٠٠	٢٠٠
أرباح محتجزة	١٦٧	١٨٣	١٨٣
حقوق ملكية	٢٦٦٧	٢٤٨٣	٢٣٨٣
قروض طويلة الأجل	٧٠٠	١١٠٥	١٥٠٠
سندات	٢٤٣	٢٠٠	—
خصوم طويلة الأجل	٩٤٣	١٣٠٥	١٥٠٠
مخصص ضرائب متنازع عليها	٣٠	—	٢٠
خصوم مستحقة	١٧٠	١٠٥	٢٩٧
دائنون	٩٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠
أوراق دفع	٥٠٠	١٠٠	١٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	٣٠٠	١٥٩٠	١٩٨٣
خصوم قصيرة الأجل	١٩٠٠	٢٠٩٥	٤٨٠٠
إجمالي خصوم ورأس مال	٥٥١٠	٦٨٨٣	٨٦٨٣

إلى الفهرس

جدول رقم (٣)

بيان بقائمة الدخل المقارنة للشركة (ص) بعد
اعادة تجهيزها لخدمة اغراض التحليل

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ كلي	١٩٩٢ جزئي	١٩٩٣ كلي	١٩٩٣ جزئي	١٩٩٤ كلي	١٩٩٤ جزئي
قيمة المبيعات	١١٠٠٠		١٠٠٠٠		٨٠٠٠	
- تكلفة المبيعات	٦٠٥٠		٥٧١٠		٤٥٤٠	
مجمل الربح	٤٩٥٠		٤٣٦٠-		٣٤٦٠	
مصروفات تشغيل						
(مصروفات بيعية		٢١٠٠		١٦٥٠		١٢٠٠
(مصروفات ادارية	(٣٦٩٩)	١٥٠٠	(٣٢٥٠)	١٦٠٠	(٢٨٠٠)	١٦٠٠
مجمل ربح التشغيل	١١١٠		٦٨٠		٣٦٠	
(اهلاك)	(٢٤٠)		(٥٣٠)		(٤٠٠)	
صافي ربح التشغيل	١١١٠		٦٨٠		٣٦٠	
(فوائد التمويل)	(٢١٠)		(٥٣٠)		(٩٦٠)	
صافي ربح قبل الضرائب	٩٠٠		١٥٠		(٤٠٠)	
(الضرائب)	(٢٧٠)		(٤٥)		-	
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠		١٠٥		(٤٠٠)	
(صافي خسارة)						

إلى الفهرس

وفيما يلي نعرض تفصيلا لبرنامج تحليل الربحية تطبيقًا على المنشأة (ص):

(أ) تحليل ربحية المبيعات:

إن الهدف هنا هو تحليل مدى قدرة الشركة على تخفيض التكاليف بالإضافة إلى تحليل مدى قدرتها على توليد الأرباح من المبيعات، ويتم ذلك من خلال الاعتماد على قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل والمدونة بالجدول رقم (٢)، حيث نتعامل مع ثلاثة مستويات من الربح وهي:

١- مجمل الربح.

٢- صافي ربح التشغيل.

٣- صافي ربح قابل للتوزيع.

والواقع أن الفكر المالي التحليلي قد درج علـى تحليـل ربحية المبيعات باستخدام ثلاثة مؤشرات ماليـة ذات مقـام موحد وهو رقم صافي المبيعات، في الوقت الذي يتعدد فيـه البسط ليتضمن كل مؤشر مستوى مـن مـستويات الـربح الموضحة. ولكننا نرى أن يقتصر التحليل هنا علـى تحديـد مدى جوهرية الفرق بين كل مستوى ربحي وبين المـستوى السابق له مباشرة، وذلك لتحديد مـدى جوهريـة عناصـر

التكلفة أو المصروفات المحصورة بينهما في انخفاض الربح، وكقاعدة عامة يمكن القول: إن اتجاه مستويات الـ.ـربح نحـ.ـو الانخفاض الرأسي الملحوظ يعكس تزايد الانعكاسات السلبية لتضخم المصروفات على الموقف الربحي للشركة، علما بأن الفرق بين مجمل الربح كمستوى ربحي وبين صـ.ـافي ربـ.ـح التشغيل كمستوى ربحي أقل يتمثل في كل من المـ.ـصروفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك، في حين أن الفـ.ـرق بـ.ـين صافي ربح التشغيل كمستوى ربحي وبـ.ـين صـ.ـافي ربـ.ـح التوزيع كمستوى ربحي أقل يتمثل في كل من فوائد التمويل والضرائب (بافتراض عدم وجود توزيعات أسهم ممتـ.ـازة)، ويمكن تحليل ذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٣)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
صافي مبيعات	١١٠٠٠	١٠٠	١٠٠٠٠	٩١	٨٠٠٠	٧٢
مجمل ربح	٤٩٥٠	١٠٠	٤٢٦٠	٨٦	٣٤٦٠	٧٠
(..) صافي ربح التشغيل	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
= قيمة الانخفاض	٣٨٤٠	.	٣٥٨٠	.	٣٢٠٠	
معدل الانخفاض %	٧٨ %	.	٨٤ %	.	٩٢ %	
صافي ربح التشغيل						
. صافي ربح قابل للتوزيع	١١١٠	.	٦٨٠	.	٢٦٠	
= مقدار الانخفاض						.
معدل الانخفاض %		.		.	(٤٠٠)	.
	٦٣٠	.	١٠٥	.	(٦٦٠)	.
	٤٨٠	.	٥٧٥	.	٢٥٤ %	.
	٤٣ %		٨٥ %			

وبالتعمق في محتويات الجدول السابق يتأك.د لن.ا النتائج التالية:

١- أن انخفاض قيمة صافي ربح التشغيل ع.ن قيم.ة مجمل الربح يعكس قيمة ومعدل انخفاض ج.وهري ومتزايد الأمر الذي يؤكد أن العناص.ر التكاليفي.ة

إلى الفهرس

والمحصورة بينهما والمتمثلة في المصروفات البيعية والإدارية ومجمع الإهلاك تلعب دورا سلبيا ملموسا على صافي ربح التـ.شغيل الأمـ.ر الـ.ذي يـ.ستلزم ضرورة تحليلها للوقوف على تأثيرها النسبي وذلـ.ك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

بيان بتحليل مصروفات التشغيل بالشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات	١٩٩٢		١٩٩٣		١٩٩٤	
بيان	قيمة	%	قيمة	%	قيمة	%
مصروفات بيعية	٢١٠٠	٥٥ %	١٦٥٠	٤٦ %	١٠٠	٣٨ %
مصروفات إدارية	١٥٠٠	٣٩ %	١٦٠٠	٤٥ %	١٦٠٠	٥٠ %
مجمع إهلاك	٢٤٠	٦ %	٣٣٠	٩ %	٤٠٠	١٢ %
إجمالي	٣٨٤٠	١٠٠ %	٢٥٨٠	١٠٠ %	٣٢٠٠	١٠٠ %

يتبين من محتويات الجدول السابق أن المصروفات البيعية تمثل الوزن النسبي الأكبر من جملة مـ.صروفات التـ.شغيل خلال عامي ١٩٩٢، ١٩٩٣، في الوقت الذي اختلـ.ف فيـ.ه الموقف خلال عام ١٩٩٤ وذلـ.ك بزيـ.ادة الـ.وزن النـ.سبي للمصروفات الإدارية، ولكن بملاحظة قيم المصروفات يتأكد

أن المصروفات البيعية تتجـه نحـو الانخفـاض ارتباطـاً بالانخفاض في قيمة المبيعات السنوية، في الوقت الذي يرتبط فيه هذا الانخفاض المـذكور أخيـرا باتجـاه المـصروفات الإدارية نحو التزايد في قيمتها.

٢ . أن انخفاض قيمة صافي الربح القابلة للتوزيع عـن قيمة صافي ربح التشغيل يعكس قيمـة ومعـدل انخفـاض جوهري متزايد بشكل خطير، الأمر الذي يؤكـد أن فوائـد التمويل تلعب دورا سلبيا ملموسا في انخفاض صافي الـربح القابل للتوزيع وذلك على اعتبار أن الضرائب ذات المعـدل الثابت تخرج عن نطاق تحكمنا وتحكم إدارة الشركة.

ومن المؤكد أن النتيجة المستخلصة هـذه تعكـس أمـرا منطقيا من خلال اتجاه قيمة المبيعات نحو الانخفـاض مـع اتجاه إدارة الشركة نحو زيادة قيمة استثماراتها وتمويل تلـك الزيادة بمزيد من الاقتراض الإضافي.

٣ . أن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض مع اتجاه صـافي الربح القابل للتوزيع نحو الانخفاض الشديد وتحول قيمته إلى خسارة في العام الأخير يؤكد الانخفاض الشديد فـي ربحيـة

المبيعات وذلك كنتيجة حتمية لعـدم قـدرة الـشركة علـى السيطرة على عناصر التكاليف.

(ب) تحليل ربحية الأصول:

الواقع أننا ولتحليل ربحية الأصـول نـستخدم عـددا مـن المؤشرات المالية وهي:

١ . القوة الإيرادية: Earning power:

$$= \frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط}} \times ١٠٠$$

ونقصد بمقام المؤشر وهو إجمالي الأصـول المرتبطـة بالنشاط الإجمالي للأصول بعد استبعاد الأصـول المـؤجرة للغير، والأصول التي تعكس استثمارات فرعيـة لا تـرتبط بالنشاط الرئيسي للمنشأة موضع التحليل مثل الاستثمار فـي الأوراق المالية، ومن المنطقي أن نعتمد فـي حـساب هـذا المؤشر على كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل بعـد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل ويمكن حـسابه مـن خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

بيان بتحليل القوة الإيرادية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

بيان / سنوات	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
صافي ربح التشغيل	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
+						
إجمالي الأصـ.ول المرتبطـ.ة بالنشاط	٥٤٥٠	١٠٠	٦٧٣٣	١٢٤	٨٦٨٣	١٥٩
نتيجة المؤشر %	٢٠ %		١٠ %		٣ %	

وتؤكد نتائج المؤشر الانخفاض الشديد في القوة الإيرادية للشركة (ص) من خلال اتجاه المؤشر نحو الانخفاض الشديد نتيجة لاتجاه صافي ربح التشغيل نحو الانخفاض مع اتجـ.اه إجمالي الأصول المرتبطة بالنشاط نحو التزايد، الأمر الـ.ذي يؤكد عدم سلامة قرارات إدارة الشركة والمتعلقـ.ة بـ.إقرار توسعات استثمارية غير مدروسة.

٢ . معدل العائد على الاستثمار: = $\frac{\text{صافي أرباح قابلة للتوزيع}}{\text{صافي مبيعات}} \times \frac{\text{صافي مبيعات}}{\text{إجمالي أصول}}$

يطلق على هذا المؤشر نظام ديبونت Du pont system حيث يعتمد على التوصل إلى معدل العائد علـ.ى الاسـ.تثمار

إلى الفهرس

كنتيجة أو محصلة للتفاعل المنطقي بين كـ.ل مـ.ن ربحيـ.ة المبيعات ومعدل دوران إجمالي الأصول.

والواقع أن هذا المؤشر على هذه الصورة يفيد كثيرا فـ.ي عدة أغراض منها: اسـ.تخدامه كمؤشـ.ر رقـ.ابي، وكـ.ذلك مساهمته الفعالة في تسهيل مهمة الباحث المتـ.صدي للتقيـ.يم والإصلاح.

ويمثل هذا النظام أول المحاولات المرتبطة بتعديد أوجـ.ه الاستفادة من المؤشر المالي الواحد من خلال تعديد متغيراته المستقلة، حيث يرتبط بإدماج حافة الربح مع معـ.دل دوران الأصول . كمتغيرات مستقلة . في نموذج واحـ.د لتحليـ.ل ربحية المنشأة أو قوتها الإيرادية كمتغيـ.ر تـ.ابع . وذلـ.ك انطلاقًا من عدم خروج ربحية المنشأة عـ.ن كونهـ.ا نتـ.ائج التفاعل بين كل من كفاءة الأصول في توليد المبيعات ومعدل ربحية المبيعات ذاتها.

ومن خلال الممارسة العملية فقد تأكد شيوع استخدام هـ.ذا المؤشر كمعيار لقياس الأداء وتحليله نظرا لارتباطه بـ.صفة الشمولية، حيث نجده متضمناً لجميع عناصر الأصول وقائمة بالدخل، وهذا ما يؤكده مؤيدو استخدامه بالإضافة إلـ.ى أنـ.ه

إلى الفهرس

يسمح بتقييم فعالية المنشأة أو أحد أقسامها في إدارة هـ.امش الربح والاستفادة من معدل دوران الأصول، حيث ينظر إلى هامش الربح ومعدل دوران الأصول كعناصر أساسية للرقابة بواسطة المديرين.

ومن خلال التطبيق العملي ظهرت أيضا اتجاهات فكري.ة معارضة أو متحفظة تجاه استخدام هذا المؤشر أو هذا النظام التحليلي حيث يرى أحد أنصار هذا الاتجاه أن أهم ما يؤخ.ذ على هذا المعدل هو تجاهله لبنود الخ.صوم والت.ي تعتب.ر الإطار الذي يعكس الهيكل المالي للمنشأة، الأمر الذي يجعل صلاحية هذا المؤشر للغرض الذي أعد م.ن أجل.ه أم.را مشكوكًا فيه [١].

ويؤكد على الرأي السابق كاتب آخر حيث يرى أن معدل العائد على الاستثمار المتمثل في مؤشر Du Pont لا يعكس بطريقة منطقية وذات معنى أثر الهيكل المالي عل.ى مع.دل الربحية [٢].

---

[1] – J. Fred Weston and Eugen F. Brigham: Essentials of managerial, op. cit., p. 152.
[2] – Gitman L. J., op. cit., p. 131.

وفي تحليل آخر تجده يعطي تفسيرا واضحا لهذا الخلل المرتبط بمعدل العائد على الاستثمار، وذلك من خلال المقارنة بين منشأتين متماثلتين في كافة الوجوه عدا الهيكل التمويلي، حيث يتكون الهيكل التمويلي في المنشأة الأولى من أموال الملاك فقط، في حين يتكون في المنشأة الثانية من خليط التمويل بالملكية والمديونية وما يرتبط بذلك من تحملها لفوائد مصرفية سنوية والتي تخفض من أرباحها الصافية بعد الضرائب مقارنة بالمنشأة الأولى، وينتج عن ذلك بالضرورة انخفاض معدل العائد على الاستثمار في المنشأة الثانية . المقترضة . عنه في المنشأة الأولى . غير المقترضة . الأمر الذي يعني في التحليل النهائي أن المنشأة الأولى أكثر كفاءة من المنشأة الثانية في ما يتعلق بتوليد الأرباح من الأصول [١].

ونحن نتفق مع هذا الرأي بشأن التشكيك في هذه الدلالة، من حيث عدم منطقية قياس كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من خلال قياس العلاقة بين صافي الربح بعد الضريبة، وبين مجموع الأصول، حيث تفتقد هذه العلاقة لخاصية هامة في

---

1 – د. منير صالح هندي، مرجع سبق ذكره، ص ٨٩.

منطقية التكوين الفني للمؤشر وهي وحدة القياس بين كل من البسط والمقام حيث إن مقام المؤشر والمتمثل فـي مجمـوع الأصول والتي يتم تمويلها في أغلب الحالات بخلـيط مـن الملكية والمديونية، حيث إن بسطه والمتمثل في صافي الربح بعد الضريبة يتم التوصل إلى قيمته بعد خـصم الالتزامـات الثابتة المرتبطة بالديون، الأمر الذي يعنـي احتفـاظ مقـام المؤشر بالديون في الوقت الـذي يخلـو فيـه بـسطه مـن الالتزامات المرتبطة بها، الأمر الذي يعنـي فـي التحليـل النهائي عدم منطقية العلاقة النسبية بينهما.

وفي هذا المجال يؤكد أيضا أحد الكتاب على عدم منطقية استخدام رقم صافي الربح بعد الفوائد لحساب كل من معـدل العائد على الاستثمار الكلي ومعدل العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى أن معدل دوران الأصول في حـالات معينـة يكون كبيرا ويقابل ذلك في العادة انخفاض في نسبة الـربح إلى المبيعات والعكس صحيح [1].

وفي نهاية هذا العرض المختصر لأهـم أوجـه الانتقـاد والتحفظ المرتبطة بتكوين واسـتخدام معـدل العائـد علـى

---

[1] – د. شوقي حسين عبد الله: مرجع سبق ذكره. ص ٥٣.

الاستثمار بصورته الحالية نتفـق، مـع الـبعض علـى أن الاختلاف بين معدل العائد على الاستثمار . بشكل عـام . فيما بين منشأتين أو أكثر في المنشأة الواحدة فـي حـالات وفترات زمنية مختلفة يرجع إلى عاملين أساسيين: **أولهمـا** القدرة على توليد الأرباح من الأصول المتاحـة، **وثانيهمـا** الطريقة التي يتم بها تمويل الأصول، والتي لم ينجح معـدل العائد على الاستثمار بصورته الحالية والمتمثلة فـي نظـام ديبونت في توضيحها، الأمر الذي يعني فـي النهايـة عـدم قدرته على تحديد مستوى كفاءة الإدارة [١]. وفـي محاولـة لعلاج هذا القصور نجدها متمثلة في اتجاهين بديلين هما:

الأول: تعديل بسط المؤشر مع الإبقاء علـى مقامـه وذلـك بإضافة الفوائد إلى صافي الربح بعد الضريبة.

الثاني: الإبقاء على بسط المؤشر مع تعديل مقامه ليقتـصر فقط على ذلك الجزء من الأصول الذي تـم تمويلـه بالملكية والذي يتمثل في مجموع حقوق الملاك [٢].

---

[1] – د. منير صالح هندي، مرجع سبق ذكره، ص ٩٢.

[2] – Schall and haley, C, W: Entroduction to financial management, N. Y: McGrawhill, 1980, p. H 02.

إلى الفهرس

ونحن نرى أن هذه المحاولة لم تحدث تعديلاً جوهريا في الهدف النهائي لنظام ديبونت في التحليل والمتمثل في قياس الأداء من منظور شمولي، وانحصرت مساهمتها في تحقيق شرط وحدة القياس بين بسط ومقام المؤشر.

وقد خلص أحد الباحثين في دراسة له في هذا المجال أن نظام ديبونت سواء بصورته الأصلية أو المعدلة بالمحاولة السابق ذكرها، لا يمكن أن يكون مقياسا لكفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول إلا في ظل فرضين أساسيين هما:

الفرض الأول: أن يكون هيكل التمويل للمنشأة موضع التحليل في أحد حالتين وهما:

إما أن يتكون فقط من أموال مملوكة أو أن تكون نسبة الرافعة المالية في هذا الهيكل ثابتة على الدوام.

الفرض الثاني: أن تعمل المنشأة في عالم لا تخضع فيه أرباح المنشآت للضريبة، أو في عالم تخضع فيه تلك الأرباح لمعدل واحد للضريبة بصرف النظر عن حجم الأرباح المتولدة [1].

---

[1] – د. منير صالح هندي، مرجع سبق ذكره، ص ٩٥.

إلى الفهرس

وبتفحص الفرضين المذكورين يتأكد أنها فروض نظريـة وغير قابلة للتواجد الفعلي، الأمر الذي يعني فـي التحليـل النهائي، عدم صلاحية نظام ديبونت فـي التحليـل لقيـاس مستوى كفاءة الإدارة في توليد الأرباح.

وإلى هذا الحد من العرض يبقى السؤال مطروحـا عـن إمكانية المحافظة على شرط وحدة القياس ارتباطًا بتطـوير نظام ديبونت في التحليل لكي يتمكن من خدمة أهداف أخرى أكثر شمولاً وتعددا؟

والواقع أن الإجابة عن هذا السؤال تمثل محور المـشكلة التي تواجهها الآن وذلك في ظل اتجاهنا نحو التصدي لمعدل العائد على الاستثمار المرتبطة بالأموال المملوكة فقط وليس بجملة الأصول التي يتعامل معها نظام ديبونت في التحليـل بصورته الأصلية وذلك عند تصميم مؤشرنا المقترح لتفسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية والتي سنعرض له في جزء لاحق من هذا الفصل.

وفي نهاية هذا العرض نعود إلى تحليل معدل العائد على الاستثمار باستخدام نظام ديبونت – بما له وما عليه – علـى

البيانات المتاحة عن المنشأة (ص) وذلك من خلال الجـدول التالي:

جدول رقم (٦)

بيان بتحليل معدل العائد على الاستثمار للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات بيان	١٩٩٢ (أساس)	١٩٩٣	١٩٩٤
صافي أرباح قابلة للتوزيع + صافي مبيعات	٦٣٠ ١١,٠٠٠	١٠٥ ١٠,٠٠٠	(٤٠٠) ٨٠٠٠
ربحية مبيعات	٥,٧٣ %	١,٠٥ %	. ٥ %
صافي مبيعات + إجمالي أصول	١١,٠٠٠ ٥٥١٠	١٠,٠٠٠ ٦٨٨٣	٨٠٠٠ ٨٦٨٣
معدل دوران (مرة)	٢	١,٥	٩
نتيجة المؤشر %	١١,٥	١,٦ %	. ٠,٤٥ %

وبالتحليل الأفقي يتبين أن معدل العائد على الاستثمار بدأ بشكل مقبول ثم اتجه نحو التدهور الشديد حتى ظهـر فـي صورة سالبة في عام ١٩٩٤.

أما فيما يتعلق بالتحليل الرأسي فنجد أن انخفاض معـدل العائد على الاستثمار يرجع إلى التفاعل السلبي بين كل مـن

انخفاض ربحية المبيعات وانخفاض معدل دوران الأصـ.ول، الأمر الذي يؤكد أن الشركة (ص) قد وصلت إلـ.ى أقـ.صى حالات التدهور.

(ج) تحليل ربحية رأس المال:

. معدل العائد على حقوق الملكية:

$$= \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{حقوق الملكية . ½ الأرباح المحتجزة للسنة المنتهية}}$$

يقيس هذا المؤشر مدى نجاح إدارة الشركة فـ.ي الوفـ.اء بالجزء الأساسي من عقد الوكالة والمتمثل في معـ.دل عائـ.د مقبول على أموال المساهمين يتماشى مع توقعاتهم ومع معدل العائد المرتبط بطبيعة النشاط.

وفيما يتعلق بمقام المؤشر والذي يمكن أن نطلق عليـ.ه . حق الملكية المعدل . والواجب استخدامه عند تحليل الربحية فقط، حيث إن حق الملكية يتكون من ثلاثة عناصر هي رأس المال المدفوع . الاحتياطيات . الأرباح المحتجزة.

وهنا نجد أن الأرباح المحتجزة لم تتحقق بكامل قيمتها في بداية العام، كما أنها لم تتحقق في نهاية العام وعلى ذلك كان من المنطقي أن نستخدمها كمتوسط.

هذا ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تكوين الجـدول التالي:

جدول رقم (٧)

بيان بتحليل معدل العائد على حقوق الملكية للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
صافي ربح قابل للتوزيع	٦٣٠	١٠٠	١٠٥	١٧	(٤٠٠)	(١٦٣)
حق ملكية معدل	٢٥٨٣,٥	١٠٠	٢٢٩١,٥	٩٣	٢٢٩١,٤	٨٩
نتيجة المؤشر %	٢٤ %		٤ %		١٧,٥٠ %	

يتبين أن معدل العائد على حقوق الملكية بدء عام ١٩٩٢ بقيمة مرتفعة ثم اتجه إلى التدهور بشكل حاد حتى تحول إلى معدل سالب القيمة خلال عام ١٩٩٤ ويرجع ذلك الاتجاه إلى انخفاض صافي أرباح التوزيع بمعـدل أكبـر مـن درجـة انخفاض حقوق الملكية.

وامتدادا للجدل الفكري بين علماء التمويل حول تقييم نظام ديبونت في تحليل معدل العائد على الأصول والذي سبق لنا تحديد إعداده للقارئ فقد لمسنا اتجاها ذاتيا لدينا نحو محاولة

للتصدي لبناء نموذج مقترح يحوي عـددا مـن المتغيـرات المستقلة والتي تُستخدم في تفسير سلوك متغير تابع والتخطيط له حصرناه في معدل العائد على حقوق الملكية ولـيس فـي معدل العائد على إجمالي الأصول، حيث رأينا أن التـصدي لبناء نموذج لتفسير سلوك معدل العائد على الحقوق المملوكة وليس لمعدل العائد على جملة الاستثمارات يمثل اتجاها أكثر إفادة نظرا للأسباب الآتية:

١- أن معدل العائد على حقوق الملكية يمثـل المعيـار الأساسي في تحديد قيمة الأسهم العاديـة للمنـشأة، وبالتالي تحديد قيمتها السوقية والتي تعكس الهـدف المالي المحوري والمتمثل في تعظيم قيمـة المنـشأة (تعظيم ثروة المساهمين).

٢- أن معدل العائد على حقوق الملكية سواء الفعلـي أو المقدر، يعكس تكلفة التمويـل بالملكيـة الفعليـة أو المقدرة، والتي يحظى قياسها باهتمـام كبيـر فـي المجالات التنظيرية في مقابل عدم الاهتمام بها فـي الممارسة العملية وخاصة بالنسبة لـشركات قطـاع الأعمال العام.

٣- أن حقوق الملكية تمثل المصدر الأساسـ.ـي لتمويـ.ـل المشروعات في أكثر الحالات شيوعا.

هذا ويمكن عرض النموذج المقترح في إطـ.ـاره اللفظـ.ـي على الوجه التالي:

معدل العائد على حقوق الملكية = هامش الـ.ـربح بـ.ـدون رافعة × هامش الربح بالرافعة × معدل دوران الأصـ.ـول × عدد مرات تغطية الإيرادات لأرباح التشغيل × نسبة الرافعة في هيكل التمويل

$$= \frac{\text{ربح التشغيل}}{\text{جملة الإيرادات}} \times \frac{\text{صافي الربح المتاح للملكية}}{\text{جملة الإيرادات}}$$

$$\times \frac{\text{جملة الإيرادات}}{\text{جملة الأصول}} \times \frac{\text{جملة الإيرادات}}{\text{ربح التشغيل}} \times \frac{\text{جملة الأصول}}{\text{جملة حقوق الملكية}}$$

ويمكن عرضه في إطاره الترميزي على الوجه التالي:

$$(1)\ Y_3 = (X_{31})\,(X_{32})\,(X_{33})\,(X_{34})\,(X_{35})$$

$$(2)\ Y_3 = \alpha + \beta_1 X_{31} + \beta_2 X_{32} + \beta_3 X_{33} + \beta_4 X_{34} + \beta_5 X_{35}.$$

حيث تشير الصورة الأولى إلى رموز التعامل مع النموذج المقترح في مجال التحليل المالي، في حين تـ.ـشير الـ.ـصورة

الثانية إلى رموز التعامل معه في مجال التحليل الإحـصائي، حيث تشير الرموز من X_{31} إلـى X_{35} إلـى المتغيـرات المستقلة المكونة للنموذج حسب ترتيب كتابتها عند صـياغة إطاره اللفظي.

والواقع أنه وأثناء محاولتنا الموجهة نحو بنـاء النمـوذج المذكور قد وجدنا دراستين سابقتين في ذات الاتجـاه الـذي تصدينا له نعرض لهما على النحو التالي:

النموذج ذو المتغيرات الثلاثة (3 X S' Model):

لقد بدأ تقديم هذا النموذج في عـام ١٩٨٣ مـن خـلال تشارلز جبسون وتضمنته بعد ذلك دراسات كل من ليو بولد برنشتين . توماس جونسون/ روبـرت كـبلن . روبـرت هيجنيز، حيث يمكن عرض مـضمون وأبعـاد الدراسـات المذكورة لتقديم هذا النموذج على الوجه الآتي [١]:

---

[1] -- Charles H. Gibson and Patricia A. Frishkoff: Finanacial statement analysis, (Boston, Mass: Kent publishing co, 1983), p. 3251).
- H. Thomas Johnson and Robert S. Kaplan, Relevance, Lost: The rise and fall of management accounting (Boston, Massachsettws Harvard business school press, 1987), p. 84.

إلى الفهرس

يتبنى هذا النموذج تحليل لمعدل العائـد علـى الأمـوال المملوكة إلى هامش الربح، ومعدل دوران الأصول ورافعـة هيكل التمويل، ويمكن عرضه على الصورة التالية:

معدل العائد على الأموال المملوكة = هامش الربح × معدل دوران الأصول × نسبة الرافعة في هيكل التمويل

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{الإيرادات}} \times \frac{\text{الإيرادات}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{\text{مجمع الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ولقد قُدم هذا التحليل بهدف توضيح مدى زيادة العائد على الأموال المملوكة نتيجة استخدام الأمـوال المقترضـة فـي الهيكل التمويلي، حيث تم تخفيض هامش الربح بكـل مـن تكاليف التشغيل (مثل تكلفة البـضاعة المباعـة) وتكـاليف التمويل الخاصة بالفائدة وتوزيعات الأسهم الممتـازة، بمـا يحقق المزج بين قرارات التشغيل والاستثمار من وجهة وبين قرارات التمويل من وجهة أخرى حيث إن:

- Leopold A. Bernstein, Financial statement analysis: Theory application, and interpretation (Homewood, Illinis: Richard D. Irwin, 1988) p. 645.

إلى الفهرس

هامش الربح: يمثل مقياسا للنسبة من كل جنيه من الإيرادات المخصصة لحملة الأسهم العادية بعد تغطية كل مـ.ن تكاليف التشغيل والتمويل والأسهم الممتازة.

معدل دوران الأصول: فيمثل مقياسـ.ا للقـ.درة علـ.ى توليـ.د الإيرادات من مستوى معين من الأصول أو بمعنـ.ى آخر القدرة على التحكم في مستوى الاسـ.تثمار فـ.ي الأصول لمستوى محدد من الإيرادات.

نسبة الرافعة في هيكل التمويل: فتمثل مقياسا للمدى الذي يستغل فيه التمويل بالملكية دون مصادر التمويل الأخرى في تمويل الاستثمار في الأصول.

الواقع أن هذا التحليل يمثل إضافة واضـ.حة فـ.ي شـ.أن تطوير نظام ديبونت في التحليل وذلك علـ.ى الـ.رغم مـ.ن تعرضه للنقد والتعديل من خلال المحاولة التـ.ي قـ.ام بهـ.ا Thomas and Stickney في عام ١٩٨٩ والتـ.ي سـ.يرد عرضها في مرحلة التطور الزمني التالية لهذه المحاولة.

وقبل أن نعرض لمضمون وأبعاد الدراسة المذكورة نجـ.د من المهم التنويه إلى محاولتنا سوف تتـ.ضمن النمـ.وذج ذو المتغيرات الثلاثة إلى جانب التحليل الذي قدمه توماس بهدف

إلى الفهرس

المقارنة بينهما وبين النموذج المقترح الأمر الـ ذي يـ ستلزم ضرورة عرض الصورة التـ ي سـ يظهر عليهـ ا النمـ وذج المذكور هنا، والذي تمثل في الآتي:

$$(1)\ Y_1 = (X_{11})(X_{12})(X_{13}) \ldots\ldots\ldots$$

$$(2)\ \hat{Y}_1 = \alpha + \beta_1 X_{11} + \beta_2 X_{12} + \beta_3 X_{13} \ldots$$

حيث تشير الصورة الأولى إلى رموز التعامل مـ ع هـ ذا النموذج في مجال التحليل المالي في حين تـ شير الـ صورة الثانية إلى رموز التعامل معه في مجال التحليل الإحـ صائي مع التنويه إلى ما يلي:

$Y_1 =$ معدل العائد المحسوب للأموال المملوكة

$\hat{Y}_1 =$ معدل العائد المقدر للأموال المملوكة

$X_{11} =$ هامش الربح

$X_{12} =$ معدل دوران الأصول

$X_{13} =$ نسبة الرافعة في هيكل التمويل

$\beta_1 \ldots \beta_3$ معامل بيتا لكل متغير من المتغيرات الثلاثة

A القيمة الثابتة في النموذج

النموذج ذو المتغيرات الأربعة: (4 X s s model):

قدم توماس وزميله هذا النموذج ليضيفا جديدا إلى النموذج الأول حيث تمثلت وجهة نظرهما في الآتي:

أن هذا النموذج – والذي يتكون مـ.ن أربعـ.ة متغيـ.رات مستقلة – يقدم تحليلاً بديلاً لمعدل العائد على حقوق الملكيـ.ة يفصل بطريقة أكثر وضوحا بين آثار كـ.ل مـ.ن قـ.رارات التشغيل والاستثمار من جهة وقرارات التمويل مـ.ن جهـ.ة أخرى، ويرى مقدماه أن النموذج السابق عرضـ.ه 3 X S' Model لم ينجح تماما في الفصل الواضح بين آثار القرارين المذكورين، أو بمعنى آخر عدم قدرته على تقييم مدى نجاح القرارات الإدارية المتعلقة بالتشغيل والاستثمار بشكل مستقل عن قرارات التمويل، وبالتالي عدم مساهمته في صناعة هذه القرارات في مرحلة سابقة لمرحلة التقييم وذلك استنادا إلـ.ى أن المتغير المستقل الأول (X_{11}) يعكس هامش الربح بـ.دون استخدام الرفع المالي استنادا إلى مدلول رقم صـ.افي الـ.ربح المتاح للملاك أو المساهمين حملـ.ة الأسـ.هم العاديـ.ة بعـ.د استقطاع تكاليف التشغيل في مرحلة سابقة، الأمر الذي يعني

عدم قدرة النموذج المذكور على الفصل الواضح بـ ـين آثـ ـار كلا النوعين من القرارات [١].

وهنا نتفق مع الرأي المذكور استنادا إلى اتجـ ـاه معظـ ـم الكتابات الحديثة في مجال التمويل إلـ ـى: "أهميـ ـة حـ ـرص الإدارة على اتخاذ قرارات التشغيل والاستثمار مثل إضـ ـافة خط إنتاجي أو اقتناء آلة جديدة . بمعزل عن قرارات تمويل مثل هذه الأعمال، حيث تحرص المنشأة على تعظيم قيمتهـ ـا من إقرار استثمارات إضافية يتوقع منها تحقيق "عائد يتعدى متوسط تكلفة التمويل".

ويهدف التحليل موضع المناقشة الآن إلى تقـ ـديم تحلـ ـيلاً لمعدل العائد على حقوق الملكية (الأسهم العادية) من خـ ـلال أربعة متغيرات مستقلة ليظهر على الوجه الآتي:

معدل العائد لحظة الأسهم العادية = هامش الربح بـ ـدون رافعة × معدل دوران الأصول × نـ ـصيب حملـ ـة الأسـ ـهم العادية من أرباح التشغيل × نسبة الرافعة في هيكل التمويل.

---

1 – Thomas L. selling and clyde p. Stickney, Disaggregaing the rate of return on commomsharcholders Equity: A New approach: Accounting Horizons, December 1989, Valume 4 – Nomber 4, p. 10.

$$= \frac{\text{صافي الربح + الفوائد المدينة}}{\text{الإيرادات}} \times \frac{\text{الإيرادات}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{\text{صافي الربح لحملة الأسهم العادية}}{\text{صافي الربح + الفوائد المدينة}} \times \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{ملكية حملة الأسهم العادية}}$$

ويختلف هذا التحليل عن ذلك السابق مناقشته في أن حافة الربح تستخدم أرباح التـ.شغيل أي أنهـ.ا لا تـ.ستبعد تكلفـ.ة التمويل، وبالتالي فهو حاول عن طريق استخدام هذا المتغير أن يعكس بشكل أكثر وضوحا نتائج قرارات التشغيل بالمنشأة موضع التحليل، حيث إن تكاليف التمويل تؤثر على المتغيـ.ر الثالث (نصيب حملة الأسهم العادية من أرباح التشغيل) حيث يقيس هذا المتغير ذلك الجزء من أربـ.اح التـ.شغيل والـ.ذي يخص حملة الأسهم العادية بعد استبعاد تكـ.اليف التمويـ.ل، الأمر الذي يعني في التحليل النهائي قياسـ.ه وتحليلـ.ه لأثـ.ر قرارات التمويل على نصيب الملاك من الأرباح، وهنا يرى توماس وزميله أن هذا المتغير يعكس بوضوح تكلفة التمويل بالملكية.

ونحن نختلف مع هذا الاستنتاج حيث إن تكلفـ.ة التمويـ.ل بالملكية تنحصر في العلاقة بين صافي الأرباح بعد الضرائب وبين قيمة رأس المال المملوك (أو قيمة الأموال المملوكة في المفهوم الأكثر شمولاً).

إلى الفهرس

ولتوضيح القدرة التفسيرية لهذا النموذج ذكر الباحثان مـ ـا يلي:

"لقد قدمنا مجموعة من الحالات لتوضـ ـيح كيـ ـف يمكـ ـن للمحلل الاستفادة من هذا النموذج، ولدراسة الجوانب التحليلية التي أمكن توفيرها بعملية التحليل بصورة أكثر عمقـ ـاً فإنـ ـا حللنا نسبة التغير السنوي في معدل العائد (Δ معدل العائـ ـد) لعينة من المنشآت إلى الجزء الناتج عن تغيرات الحافة بدون رفع، التغيرات في نسبة نصيب حملة الأسهم العاديـ ـة مـ ـن أرباح التشغيل، التغيرات في رافعة هيكل التمويل، كما قمنـ ـا بحساب النـ ـاتج العرضـ ـي بـ ـين هـ ـذه العناصـ ـر لتحديـ ـد التداخل" [1].

وعند هذا الحد من العرض نرى أهمية عرض أهم النتائج التي توصلت إليها دراسة توماس وزميله وذلك على الوجـ ـه التالي:

١- أن الحافة بدون رفع ونصيب حملة الأسهم العاديـ ـة من أرباح التشغيل يرتبطان طرديا حيث أدت الزيادة في الحافة بدون رفع إلى ارتفاع نصيب حملة الأسهم

---

1 – Ibid., p. 17.

إلى الفهرس

العادية من أرباح لتشغيل بينما أدى ارتفـاع تكلفـة التمويل إلى انخفاضه والمحصلة النهائية هي زيـادة نسبة نصيب حملة الأسهم العادية من ربح التشغيل.

٢- أن أنشطة التشغيل/ الاستثمار، التمويل تؤثر علـى نسبة ما يحصل عليه حملة الأسهم العادية من أرباح التشغيل وبتشكيلات يصعب التكهن بها.

٣- أن نسبة ما يحصل عليه حملة الأسهم العاديـة مـن أرباح التشغيل تمثل المتغير المستقل الأكثر أهميـة بالنسبة للمتغيرات الأخرى المكونة للنموذج وأن هذا المتغير تربطه علاقات مختلفة الاتجاه بـالمتغيرات الأخرى، حيث إن علاقته طردية بهامش أو حافـة الربح بدون رافعة، وأن علاقته عكسية بكـل مـن نسبة الرافعة في هيكل التمويل وتكلفة التمويل.

٤- مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإن بزيـادة رافعـة هيكل التمويل ينخفض معدل العائـد مـن أربـاح التشغيل ويزيد معدل العائد لحقوق الملكية.

٥- مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإن ارتفـاع معـدل الفائدة يؤدي إلى انخفاض كل من معدل العائد مـن أرباح التشغيل ومعدل العائد على حقوق الملكية.

٦- مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإن زيادة حجم أرباح التشغيل يؤدي إلى زيادة كل من معدل العائـد مـن أرباح التشغيل ومعدل العائد على حقوق الملكية.

٧- مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإن زيادة حجم أرباح التشغيل وزيادة معدل الفائدة يزيد كل مـن أربـاح التشغيل ومعدل العائد على حقوق الملكية.

وبعد عرض أهم النتائج التي توصل إليها الباحثـان مـن خلال الدراسة التي اشتركا في إعدادها لا نخفي اتجاهنا فـي المراحل الأولى لإعداد هذه المحاولة نحو تبني هذا النمـوذج واختبار مدى صلاحيته للتطبيق على بيئة الأعمال المصرية ولكنه في مراحل أكثر تقدما اتجهنا نحو إعادة النظر في بناء هذا النموذج وتقديم نموذج جديد.

ونعرض الآن للرموز التي سوف نتعامل من خلالها مـع نموذج توماس وزميله في هذه المقارنة وذلك علـى الوجـه التالي:

$$(1)\ Y_2 = (X_{21})\ (X_{22})\ (X_{23})\ (X_{24})\ldots$$

$$(2)\ \hat{Y}_2 = \alpha + \beta_1 X_{21} + \beta_2 X_{22} + \beta_3 X_{23} + \beta_4 X_{24}...$$

حيث تشير الصورة الأولى إلى رموز التعامل مـ.ع هـ.ذا النموذج في مجال التحليل المالي، في حين تـ.شير الـ.صورة الثانية إلى رموز التعامل معه في مجال التحليل الإحـ.صائي مع التنويه إلى ما يلي:

معدل العائد المحسوب للأموال المملوكة	Y_2
معدل العائد المقدر للأموال المملوكة	$\hat{Y}_2$
القيمة الثابتة في النموذج =	A
هامش الربح بدون رافعة =	X_{21}
معدل دوران الأصول =	X_{22}
نصيب حملة الأسهم العادية من أرباح التشغيل	X_{23}
نسبة الرافعة في هيكل التمويل =	X_{24}

ومن الواضح الآن أن النموذج المقترح وعنـ.د مقارنتـ.ه بالنموذجين المذكورين يتصف بالآتي:

١) أنه يحوي عددا أكبر من المتغيرات المستقلة والتـ.ي بلغت خمسة متغيرات ($5\ X_S$).

٢) أن النموذج المقترح يحوي في طياته النموذج الأول بجميع متغيراته المستقلة الثلاثة.

٣) أن النموذج المقترح وعند مقارنة تكوينه مع تكـوين النموذج الثاني نجده متضمناً لثلاثة متغيـرات مـن متغيراته الأربعة المستقلة وهي:

X_{21}, X_{22}, X_{23} والتي تحولت في النموذج المقترح إلى X_{31}, X_{33}, X_{35} على التوالي:

من استعراض ما سبق يتأكد أن النموذج المقترح يجمـع في تكوينه كلا النموذجين السابق ذكرهما مع إضافة متغيـر جديد وهو المتغير الرابع (X_{34}) والذي يلعب دورا جوهريـا في تكوين واستخدام النموذج المقترح.

ولقد توقعنا أن يكون النموذج المقترح أكثـر قـدرة مـن النموذجين السابقين له في مجال تفسير سلوك معدل العائـد على حقوق الملكية والتخطيط له من حيث:

- تقييم قرارات التوسعات الاستثمارية وصناعتها.
- تقييم كفاءة الأداء التـشغيلي والتخطيطـي المـسبق لأسلوب إدارته.

- تقيـيم قـرارات تمويـل التوسـعات الاسـتثمارية وصناعتها.
- تحليل التفاعل بين نتائج الأداء التشغيلي وبين نتـائج قرارات تمويل التوسعات الاستثمارية وتحديد أثـره على نتائج الأعمال وبالتالي على سلوك معدل العائد في حقوق الملكية.

وفي محاولة للتأكد من صدق توقعنا المذكور كـان مـن الضروري التصدي لدراسة تطبيقية مقارنـة علـى إحـدى قطاعات النشاط الاقتـصادي المـصري والـذي نعـرض تفصيلات بياناته المستخدمة في التحليل المالي والإحـصائي المقارن على الوجه الآتي:

جدول رقم (٨)

بيان بالأرقام القياسية المتحركة للبيانات الأساسية للقطاع موضع التحليل

(القيمة بالمليون جنيه)

بيان / سنوات	صافي الربح بعد الضريبة		ربح التشغيل		جملة الإيرادات		جملة الأصول		حقوق الملكية	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
٨١	٧ –	١٠٠	٦٥	١٠٠	١١٨٧	١٠٠	١١٩٩	١٠٠	٤٢٥	١٠٠
٨٢	١٢ –	١٨٦	٨٤	١٢٩	١٣١٦	١١١	١٤٢٤	١١٩	٤٥٨	١٠٨
٨٣	١٥	٢١٥	١٢٨	١٥٢	١٥٧٦	١٢٠	١٨٠٥	١٣٧	٥٠٥	١١٠
٨٤	١١٥ –	٨٦٧	٢٩	٢٢	١٨٧٨	١١٩	٢٢٦٥	١٢٥	٥٦٩	١١٣
٨٥	٤٨	١٤٢	٢١٣	٧٦٩	٢١٧٧	١١٦	٢٥٣٣	١١٣	٦٢١	١٠٩
٨٦	١٠٩	٢٢٧	٣١٢	١٤٠	٢٥٤٩	١١٧	٢٨٨٢	١١٤	٧٩٨	١٢٩
٨٧	١٠٣	٩٤	٣٣١	١٠٦	٣٠٩٢	١٢١	٣٢٩٩	١١٤	٧٩٨	١٠٠
٨٨	١٨٢	١٧٧	٢٥٤	٧٧	٢٨٧٩	١٢٥	٢٩٤٣	١٢٠	٨٦٣	١٠٨
٨٩	١٦٣	١٤٥	٥٦٣	٢٢٢	٤٦٢١	١١٩	٤٢٣٧	١١٠	١٠٠٣	١١٦

المصدر : وزارة الصناعة، الهيئة العامة للتصنيع، الإدارة العامة للتوثيق والمعلومات، تقارير تقييم الأداء، والحسابات الختامية وميزانيات قطاع الصناعة عن السنوات من ١٩٨١ إلى ١٩٨٩.

إلى الفهرس

جدول رقم (٩)

بيان بمعدل العائد على حقوق الملكية محسوباً بالنماذج الثلاثة

للقطاع موضع التطبيق في الفترة من ١٩٨١ إلى ١٩٨٩

بيان / سنوات	المتغيرات المستقلة النموذج الأول			المتغيرات المستقلة النموذج الثاني				المتغيرات المستقلة النموذج المقترح					معدل العائد على حقوق الملكية
	X_{11}	X_{12}	X_{13}	X_{21}	X_{22}	X_{23}	X_{24}	X_{31}	X_{32}	X_{33}	X_{34}	X_{35}	
١٩٨١	- ٠ر٠٥٨٩٧	٩٩ر	٢ر٨٢	٠ر٠٤٧٦	٩٩ر	- ١ر٠٧٧٠	٢ر٨٢	٠ر٠٤٧٦	- ٠ر٠٥٨٩٧	٩٩ر	١٨ر٢٦	٢ر٨٢	- ٠ر١١٤٩
١٩٨٢	- ٠ر٠٩٨٧٨	٩٢ر	٣ر١١	٠ر٦٣٨٣	٩٢ر	- ١ر٥٤٧٦	٣ر١١	٠ر٦٣٨٣	- ٠ر٠٩٨٧٨	٩٢ر	١٥ر٦٧	٣ر١١	- ٠ر٢٨٣٦
١٩٨٣	٠ر٠٩٥١٧٧	٨٧ر	٣ر٠٧	٠ر٨١٢٢	٨٧ر	١ر١٧١٩	٣ر٠٧	٠ر٨١٢٢	٠ر٠٩٥١٧٧	٨٧ر	١٢ر٣١	٣ر٠٧	٠ر٢٩٥٦
١٩٨٤	- ٠ر٦١٢٤	٨٣ر	٣ر٩٨	٠ر١٠٤٤	٨٣ر	- ٣ر٩٦٦	٣ر٩٨	٠ر١٠٤٤	- ٠ر٦١٢٤	٨٣ر	١٤ر٧٦	٣ر٩٨	- ٢ر٠٢٣٠
١٩٨٥	٠ر٢٢٠٤٨	٨٦ر	٤ر٠٨	١ر٠٢٤٣	٨٦ر	٢ر٦٥٢٥	٤ر٠٨	١ر٠٢٤٣	٠ر٢٢٠٤٨	٨٦ر	٩ر٧٦	٤ر٠٨	٠ر٧٧٣٦
١٩٨٦	٠ر٤٣٧٦	٨٨ر	٣ر٦١	١ر٢٢٤٠	٨٨ر	٢ر٤٩٣٦	٣ر٦١	١ر٢٢٤٠	٠ر٤٣٧٦	٨٨ر	٨ر١٧	٣ر٦١	١ر٣٠٨٤
١٩٨٧	٠ر٢٢٣١	٩٤ر	٤ر١٣	١ر٠٧٠٥	٩٤ر	٢ر١١٢	٤ر١٣	١ر٠٧٠٥	٠ر٢٢٣١	٩٤ر	٩ر٢٤	٤ر١٣	١ر٢٩٣
١٩٨٨	٠ر٤٧٠٤١	٩٨ر	٤ر٠٧	٠ر٩٥٩٥	٩٨ر	٧ر١٦٥٤	٤ر٠٧	٠ر٩٥٩٥	٠ر٤٧٠٤١	٩٨ر	١٥ر٢٣	٤ر٠٧	٢ر١٠٦٧
١٩٨٩	٠ر٥٦٩١	١ر٠٦٨	٤ر٣١	١ر٢١٨	١ر٠٦٨	٤ر٦٧٦٤	٤ر٣١	١ر٢١٨	٠ر٥٦٩١	١ر٠٦٨	٨ر٣١	٤ر٣١	٣ر٦١٩٦

إلى الفهرس

وفي مجال التحليل المقارن للنماذج الثلاثة فقد أخذ اتجـاهين في ذات الوقت أولهما اتجاه التحليل المالي وثانيهمـا اتجـاه التحليل الإحصائي واللذان يعكسان أسلوبين مكملين للتحليـل الإجمالي المقارن نبدأ بعرض أولهما ونتائج تطبيقـه علـى النحو التالي:

(أ) أسلوب التحليل المالي:

الواقع أن أسلوب التحليل المالي المطبق هنا يمكن تحديده على الوجه التالي:

١) تم حساب معدل العائد على حقوق الملكية في القطاع باستخدام النماذج الثلاثة وذلك لكل سنة من السنوات التي تتضمنها السلسلة الزمنية والمدونة بالجـدولين رقمي (٨)، (٩).

٢) تم اتباع أسلوب الرقم القياسي المتحرك والذي يتمثل في التعامل مع السنة المالية على أنها سـنة أسـاس بالنسبة للسنة التي تليها وسنة مقارنة بالنسبة للـسنة التي تسبقها.

٣) وبالتالي اتجه أسلوب التحليل المالي المطبـق نحـو تحليل سلوك معدل العائـد علـى حقـوق الملكيـة

باستخدام النماذج الثلاثة لثماني فترات زمنية حتـى تتمكن من المتابعة التفصيلية لسلوك معدل العائد على حقوق الملكية وذلك على النحو التالي:

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من عام ١٩٨١ إلى عام ١٩٨٢:

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التدهور بزيادة قيمته السالبة بمقدار ١,١٨ % وبمعدل ٧١,٧ %، ما تفسير هذا السلوك؟

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول نحو الانخفاض الطفيف نتيجة زيادة الاستثمار في الأصول الإجمالية بمعدل أكبر من معدل الزيادة في جملة الإيرادات، الأمر الذي يعكس قرار استثمار غير سليم، وما استتبع ذلك من التوسع في استخدام الـديون الإضافية لتمويل التوسعات المذكورة الأمر الـذي أدى فـي النهاية إلى تزايد قيمة الخسائر بمعدل ٨٦ %.

تفسير النموذج الثاني:

مع احتفاظ تفسير هذا النموذج بتفسير النموذج الأول نجد أن إضافته تمثلت في التأكيد على تحـ.سن الأداء التـ.شغيلي للقطاع بمعدل ١٧ % نتيجة زيادة أرباح التشغيل بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الإيرادات ولكن زيادة قيمة الالتزامـ.ات المرتبطة بالديون الإضـ.افية والتـ.ي نتجـ.ت مـ.ن تمويـ.ل الاستثمارات الإضافية قد أدت إلى زيـ.ادة قيمـ.ة الخـ.سائر المحققة، الأمر الذي أدى إلى تدهور العلاقـ.ة بـ.ين ربحيـ.ة الملكية وربحية التشغيل بمعدل ٤٤ %.

تفسير النموذج المقترح:

من خلال استعراض المتغيرات المستقلة المكونة للنموذج المقترح يمكن التأكيد على أنه يضيف أبعادا جديدة في تفسير سلوك معدل العائد على حق الملكية تتمثل فيما يلي:

- التوضيح المفسر للأثر النهـ.ائي لقـ.رار الاسـ.تثمار الإضافي غير المدروس والمتمثل في المقارنة بـ.ين قيم المتغيرين (X_{31}, X_{32}) من حيث ارتفاع كفـ.اءة الأداء التشغيلي وانخفاض ربحية الإيرادات النهائيـ.ة والمتمثلة في ازدياد القيمة السالبة لهامش الربح بدون

رفع وذلك مرورا بالقرار التمويلي المتمثل في زيادة قيمة رافعة هيكل التمويل.

- التأكيد على اتجاه الأداء التـشغيلي للقطـاع نحـو التحسن الملحوظ (انخفـاض عـدد مـرات تغطيـة الإيرادات لأرباح التشغيل (X_{34}).

وعلى ذلك ومع الأخذ في الاعتبار ما تضمنته تفـسيرات النموذجين الأول والثاني نجد أن المقارنة بين نتائج المتغيرين (X_{31}, X_{32}) تؤكد أن القرار التمويلي الخاطئ قـد ترتـب عليه قيمة كبيرة من الفوائد التمويلية الإضافية والتي بلغـت ٢٥ مليون جنيه والتي زادت قيمتها عن قيمة أرباح التشغيل الإضافية والتي بلغت ٩ ملايين جنيه، الأمر الذي كـان لـه انعكاس واضح في تزايد قيمة خسائر القطاع وبالتالي اتجـاه معدل العائد على حقوق الملكية نحو الانخفاض.

ويضاف إلى ما سبق ما يمكن التوصل إليه مـن تفـسير إضافي من خلال تحليل المتغير الرابع في النمـوذج (X_{34}) والذي اتجهت نتيجته المحسوبة نحو الانخفاض وهو الأمـر الذي يعكس تحسناً فـي الأداء التـشغيلي للقطـاع، ولكـن وبالتحليل التفصيلي لمكونات هذا المتغير نجـد أن تكـاليف

إلى الفهرس

التشغيل الخالية من فوائد التمويل قد بلغـت ١١٢٢ مليـون جنيه، ١٢٢٣ مليون جنيـه لعـامي ١٩٨١، ١٩٨٢. علـى التوالي، الأمر الذي يعني أن قيمتها الإضـافية تبلـغ ١١٠ مليون جنيه وذلك في مقابل تحقق إيرادات إضـافية بلغـت قيمتها ١٣٩ مليون جنيه أي أن ٨٥,٣ % مـن الإيـرادات الإضافية قد تم استغراقها في تكاليف التشغيل الخاليـة مـن الفوائد وهو الأمر الذي يعكس ضـعفاً فـي كفـاءة الإدارة المتعلقة بالتشغيل وما لذلك من انعكاس سلبي لا يمكن تجاهله في الاتجاه السلبي لسلوك معدل العائد على حقوق الملكية في القطاع.

وهنا نرى أهمية حسم القضية المثارة هنا والمتمثلة فـي الإضافة التفسيرية للنموذج المقترح والتي وضح تركزها في التحليل التفصيلي للمتغير الرابع (X_{34}) والذي يهدف إلـى توضيح وتفسير التفاعل بين كل من نتائج قرارات التـشغيل ونتائج قرارات التمويل وأثره النهائي على نتائج الأعمال من ربح أو خسارة وبالتالي أثره على سلوك معدل العائد علـى حقوق الملكية، حيث يمكن عرض إطار التحليـل التفـصيلي لهذا المتغير على الوجه الآتي:

إلى الفهرس

الأثر النهائي على نتائج الأعمال (صافي ربح/ صافي خسارة = (نتائج قرارات التشغيل ± (نتائج قرارات التمويل)

ونعرض فيما يلي تفسيرا لمدلولات التفاعل الحسابي بـ ـين عنصري التحليل:

بالنسبة لنتائج قرارات التـ ـشغيل: تتحـ ـصر فـ ـي علاقـ ـة الإيرادات الإضافية بتكاليف التشغيل الإضافية الخاليـ ـة مـ ـن فوائد التمويل ويمكن أن تدور هذه العلاقة حول أحـ ـد ثلاثـ ـة اتجاهات بديلة محتملة وهي:

الاتجاه الأول: والذي يعكس اتجاها إيجابيا في تـ ـأثيره علـ ـى نتائج الأعمال، والذي يحدث عندما تـ ـرتبط الإيرادات الإضافية بانخفاض قيمة تكـ ـاليف التشغيل الإضافية الخالية من فوائد التمويل.

الاتجاه الثاني: والذي يعكس أيضا اتجاها إيجابيا في تـ ـأثيره على نتائج الأعمال، والذي يحـ ـدث عنـ ـدما ترتبط الإيرادات الإضافية بانخفاض قيمـ ـة تكاليف التشغيل الإضافية الخالية من فوائـ ـد التمويل والذي يمكن أن يعكس درجة عاليـ ـة من الكفاءة التشغيلية الصريحة، والذي يمكن

أيضا أن يعكس نوعا آخـ.ـر مـ.ـن الكفـ.ـاءة التشغيلية والمتمثلة في تحقيـ.ـق الإيـ.ـرادات الإضافية مـ.ـن خـ.ـلال اسـ.ـتغلال الطاقـ.ـات الإنتاجية غير المستغلة والتي ترتبط بـ.ـذلك النوع من التكاليف الثابتة.

الاتجاه الثالث: والذي يعكس اتجاها سلبيا في تـ.ـأثيره علـ.ـى نتائج الأعمال، والذي يحدث عندما تقل قيمة الإيرادات الإضافية عن قيمة تكاليف التشغيل الإضافية الخالية من فوائد التمويل.

وبالنسبة لنتائج قرارات التمويل:

نجدها متمثلة في قيمة فوائد التمويل الإضافية والناتجة من قرار تمويل الاستثمارات الإضافية سواء أكان جزءا منها أم كامل قيمتها بديون إضافية، ومن المنطقـ.ـي أن تـ.ـأثير هـ.ـذه القرارات على نتائج الأعمال يكون دائما في اتجـ.ـاه التـ.ـأثير السلبي لتكلفة مرتبطة بتحقيق الإيراد الإضافي، ويمكـ.ـن أن يكون التأثير الناتج إيجابيا في حالة حدوث انخفاض في قيمة فوائد التمويل. وبتطبيق هذه النظرية على التحليل فـ.ـي هـ.ـذه المرحلة نجد الآتي:

الأثر النهائي على نتائج الأعمال = (نتائج قرارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل) = (١٢٩ . ١١٠) . ٢٥ = ١٩ . ٢٥ = . ٦ ملايين جنيه)

ومن الواضح أن هذه النتيجة سالبة القيمة تعكـ.س تمامـ.ا مقدار التدهور في نتائج أعمال القطاع من عام ١٩٨١ إلـ.ى عام ١٩٨٢ حيث كانت . ٧ ملايين، . ١٣ مليـ.ون جنيـ.ه على التوالي.

وفيما يلي نعرض للإطار النهائي لتفسير السلوك الـ.سلبي لمعدل العائد على حقوق الملكية في القطاع موضع التطبيـ.ق اعتمادا على النموذج المقترح وذلك على الوجه الآتي: .

- ضعف قرار الاستثمار والذي ينعكس من خلال اتجاه معدل الدوران نحو الانخفـ.اض (X_{33}) وذلـ.ك مـ.ن خلال ارتباط التوسعات الاستثمارية الإضافية بمعدل أقل من الإيرادات الإضافية المحققة.
- اتجاه الرفع المالي نحـ.و الارتفـ.اع (X_{35}) لتمويـ.ل الاستثمارات الإضافية بخليط إضافي مـ.ن الملكيـ.ة والمديونية، وتمثل المديونية نسبة كبيرة منه.

- اتجاه هامش الربح بدون رافعة (X_{31}) نحو التحسن الأمر الذي يعكس اتجاه الأداء التشغيلي نحو التحسن نتيجة سلامة العلاقة بين أرباح التشغيل والإيرادات المحققة والتي تعكس أيضا نتيجة المتغير (X_{34}) والذي اتجهت قيمته نحو الانخفاض.
- أن التحليل التفصيلي للمتغير (X_{34}) قد أكد على أن تدهور نتائج الأعمال يرجع إلى:

– انخفاض كفاءة الأداء التشغيلي والمتمثل في استيعاب تكاليف التشغيل الإضافية الخالية من فوائد التمويل لنسبة كبيرة من الإيرادات الإضافية (٨٥,٣ %).

– النتائج المترتبة على قرار التمويل الإضافي والتي تعكسها قيمة الفوائد التمويلية والتي بلغت قيمتها ٢٥ مليون جنيه.

– النتائج النهائية للتفاعل بين درجة كفاءة الأداء التشغيلي وبين الأثر السلبي لقرار التمويل الإضافي.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من ١٩٨٢ إلى ١٩٨٣:

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التحسن الكبير من خلال تحوله من معدل سالب إلى معـدل موجب، ما تفسير هذا السلوك؟

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل الدوران نحو الانخفاض نتيجة زيـادة حجـم الإيرادات المحققة بمعدل أقل من معدل الزيادة فـي حجـم الأصول الإجمالية، الأمر الذي يعكس عدم سـلامة القـرار الاستثماري المتعلق بزيادة حجم الاسـتثمار الإجمـالي فـي الأصول وهو الأمر الذي يتعارض مع سلوك معدل العائـد على حقوق الملكية والمتمثل في التحول من الخـسارة إلـى الربحية.

اتجاه نسبة رافعة هيكل التمويل نحو الارتفاع الأمر الذي يعني تمويل جزء من الاستثمارات الإضافية بقدر من الديون الإضافية حيث حدثت زيادة في قيمة حقوق الملكيـة بمعـدل

١٠ % في مقابل زيادة فـي الاسـتثمارات الإجماليـة فـي الأصول بمعدل ٢٧ %.

تحول هامش الربح من الخسارة إلى الربح حيـث زادت نتيجة الأعمال بمعدل ١١٥ %.

وعلى ذلك نجد أن هذا النموذج لم ينجح في تفسير هـذا التحول الأخير وبالتالي عدم قدرته علـى تفـسير التحـول الإيجابي لمعدل العائد على حقوق الملكية.

تفسير النموذج الثاني:

يشترك هذا النموذج مع النموذج الأول في الجـزء الأول من تفسير سلوك معدل العائد على حق الملكية، وذلك فيمـا يتعلق بمعدل الدوران والذي يعكس توسعا فـي الاسـتثمار الإجمالي في الأصول، وما ترتب عليه مـن ارتفـاع قيمـة رافعة هيكل التمويل نتيجة للتوسع في التمويل بالديون لتمويل الاستثمارات الإضافية في حين نجده يعطي تفسيرا من خلال متغيره الأول (X_{21}) والذي اتجه نحو التحسن الملحوظ حيث زادت قيمته بمعدل ١٧ % وذلك نتيجة لزيادة أرباح التشغيل بمعدل أكبر من زيادة الإيـرادات (٥٢ %، ٢٠ %) علـى التوالي وبالتالي تحول نتائج أعمال القطاع من خسائر إلـى

أرباح، ولكن كيف تم هذا التحول؟! نجد هذا النموذج عاجزا عن الإجابة، فهل يمكن للنموذج المقترح الإجابة عـن هـذا السؤال؟

تفسير النموذج المقترح:

مع الأخذ في الاعتبار ما تضمنته تفـسيرات النمـوذجين الأول والثاني، نجد أن النموذج المقتـرح يتـصدى لتحديـد وتفسير الحلقة المفقودة والتي تركها تفسير النمـوذج الثـاني والمتمثلة في العلاقة بين اتجاه هامش الربح بدون رافعة إلى التحسن بزيادة قيمته بمعدل ١٧ % وبين تحول نتائج أعمال القطاع من خسائر إلى أرباح (. ١٣، ١٥ مليون جنيه).

وسيتم هذا التصدي عن طريق التحليل التفصيلي لمكونات المتغير الرابع في هذا النموذج (X_{34}) والذي اتجهت قيمتـه المحسوبة نحو الانخفاض، الأمر الذي يعكس تحسناً ملموسـا في كفاءة الأداء التشغيلي في القطاع، الأمـر الـذي يحـتم عرض تفصيل لتحليل مكونات هـذا المتغيـر مـن خـلال محتويات الجدول التالي وذلك تأكيدا لصحة النظرية التي تـم عرض إطارها في تحليل النموذج المقترح للمرحلة الزمنيـة السابقة (٨١/ ٨٢).

جدول رقم (١٠)

بيان بتحليل العلاقة بين الإيرادات وأرباح التشغيل في القطاع موضع التطبيق للفترة من ١٩٨٢ إلى ١٩٨٣

(القيمة بالمليون جنيه)

سنوات بيان	١٩٨٢	١٩٨٣	قيمة التغير أو ±	معدل التغير أو ±
جملة الإيرادات	١٣١٦	١٥٧٦	٢٦٠	٢٠ %
تكاليف التشغيل بدون فوائد تمويل	(١٢٣٢)	(١٤٤٨)	٢١٦	١٨ %
ربح التشغيل قبل فوائد التمويل	٨٤	١٢٨	٤٤	٥٢ %
(فوائد التمويل)	(٩٧)	(١١٣)	١٦	١٦,٥ ٥
صافي ربح (صافي خسارة)	١٣ .	١٥	٣٨	٢١٥ %

ومن خلال محتويات الجدول السابق يمكن تحليل قرارات التشغيل وقرارات التمويل الصافي على نتائج الأعمال كمـ.ا يلي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعمـ.ال = (نتـ.ائج قـ.رارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل).

= ٢٦٠ مليونا . ٢١٦ مليونا . ١٦ مليونا جنيه

= ٤٤ مليونا . ١٦ مليونا = ٢٨ مليون جنيه.

ويتأكد من هذا التحليل أن الأثر الإيجابي النهـائي علـى نتائج الأعمال يرجع إلى كفاءة الإدارة التشغيلية بدرجة أكبر من درجة تأثير التمويل الإضافي بالديون.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من ١٩٨٣ إلى ١٩٨٤:

السلوك:

اتجاه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التدهور الشديد بمعدل ٧,٦ % من خلال التحول من القيمـة الموجبة إلى القيمة السالبة الكبير. ما تفسير ذلك؟

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول نحو الانخفاض نتيجة لزيادة الاستثمار في الأصول الإجمالية بمعدل أكبـر مـن معـدل الزيادة في جملة الإيـرادات الأمـر الـذي يعكـس قـرارا استثماريا غير سليم، وما استتبع ذلك من التوسع في استخدام الديون الإضافية لتمويل التوسعات المذكورة وتدهور هـامش الربح النهائي بمعدل ٦٤٣ %.

ويظل تفسير هذا النموذج عـاجزا عـن تحديـد الحلقـة الضائعة والمتمثلة في العلاقة بين قرار الاستثمار الخـاطئ

وما ترتب عليه من تحول الأرباح الصافية لشركات القطـاع إلى خسائر كبيرة القيمة.

تفسير النموذج الثاني:

يحاول هذا النموذج توضيح مـضمون وأبعـاد الحلقـة الضائعة في تفسير النموذج الأول والسابق ذكرها من خلال توضيح اتجاه هامش الربح بدون رافعة للانخفاض الشديد من خلال انخفاض قيمة ربح التشغيل بمعـدل ٧٧ % وزيـادة الإيرادات بمعدل ١٩ % وذلك كنتيجة لقـرارات الاسـتثمار والتمويل غير السليمة ولكنه ما زال عاجزا عن تفسير السبب الرئيسي في انخفاض قيمة أرباح التشغيل.

تفسير النموذج المقترح:

بعد أخذنا في الاعتبار لما تضمنته تفسيرات النمـوذجين الأول والثاني، نجد النموذج المقترح يقـدم كمـا قـدم فـي المراحل السابقة للتحليل . تفسيرا أكثر شمولاً لسلوك معدل العائد على حقوق الملكية وذلك بتحليـل تفـصيلي للمتغيـر الرابع والذي يظهر كما يلي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعمال = (٣٠٣ ملايين جنيه . ٤٠١ مليون) . ٣١ مليونا

= (٣٠٣ ملايين جنيه . ٤٠١ مليون) . ٣١ مليونا
= . ٩٩ . ٣١ = . ١٣٠ مليون جنيه.

ومن الواضح الآن أن هذه القيمة السالبة للأثـ.ـر النهـ.ـائي للتفاعل بين نتائج قرارات التشغيل وبـ.ـين نتـ.ـائج قـ.ـرارات التمويل تعكس تماما قيمة التدهور في نتائج أعمال القطـ.ـاع والمتمثلة في التحول من أرباح قدرها ١٥ مليون جنيه إلـ.ـى خسائر قدرها ١١٥ مليون جنيه.

ويمكننا التأكيد على أن اتجاه معدل العائد علـ.ـى حقـ.ـوق الملكية نحو التدهور يرجع إلى: .

* خلل في كفاءة الإدارة التشغيلية وبمعدل تأثير قدره ٧٦ % ($\frac{٩٩}{١٣٠}$)

- خلل في قرارات الاستثمار الممتدة بالتبعية لخلل في قرارات التمويل بمعدل تأثير قدره ٢٣ % ($\frac{٣١}{١٣٠}$)

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـ.ـة فـ.ـي الفترة من ١٩٨٤ إلى ١٩٨٥: .

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التحسن الملحوظ بمعدل ١٣٨ % من خلال تحوله من القيمة السالبة إلى القيمة الموجبة. ما تفسير ذلك؟

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول الإجماليـة نحـو التحـسن الطفيف نتيجة زيادة الإيرادات بمعدل أكبر من معدل زيـادة الأصول الإجمالية (الاستثمارات الإضافية) الأمر الذي يعكس قرارا استثماريا سليما، حيث تم دعم هذا الاتجـاه الإيجـابي بعدم وجود زيادة ملحوظة في نسبة رافعة هيكـل التمويـل، الأمر الذي يعني تمويل هذه الاستثمارات الإضـافية بنـسبة كبيرة من الملكية، حيث بلغت الزيادة في حقوق الملكية معدلاً قدره ٩ % الأمر الذي انعكس في تحول نتائج أعمال القطاع الصافية من خسائر إلى أرباح الأمر الذي ظهر فـي تحـول المتغير الأول (X_{11}) من القيمة السالبة إلى القيمة الموجبة.

تفسير النموذج الثاني:

أخذاً في الاعتبار ما تضمنه تفسير النمـوذج الأول مـن حيث سلامة قرارات الاسـتثمار والتمويـل، نجـد أن هـذا النموذج يضيف تفسيرا آخر في أن تحسن الأداء التـشغيلي

للقطاع والذي ظهر في تحسن هامش الربح بـ.دون رافعـ.ـة (المتغير X_{21}) وبمعدل تحسن ٦٥٨ % نتيجة زيادة أربـ.ـاح التشغيل بمعدل يفوق كثيرا معدل الزيادة في الإيرادات (٦٦٩ % ١٦ %) على التوالي وهو الأمر الذي انعكس في تحـ.ـول نتائج أعمال القطاع من خسائر إلى أرباح.

تفسير النموذج المقترح:

أيضا وأخذاً في الاعتبار ما تضمنته تفسيرات النمـ.ـوذجين الأول والثاني، نجد أن النموذج المقترح يـ.ـسمح بتفـ.ـسيرات أكثر شمولاً من خلال التحليل التفـ.ـصيلي للمتغيـ.ـر (X_{34}) وذلك على الوجه الآتي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعمـ.ـال = (نتـ.ـائج قـ.ـرارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل)

= (٢٩٩ مليون جنيه . ١٠٥ ملايين جنيه) . ٣١ مليون

= ١٩٤ . ٣١ = ١٦٣ مليون جنيه.

ومن الواضح الآن أن هذه القيمة الموجبة للأثر النهـ.ـائي للتفاعل بين نتائج قرارات التشغيل ونتائج قرارات التمويـ.ـل تعكس تماما قيمة التحسن في نتائج أعمال القطاع والمتمثلـ.ـة

في التحول من خسائر قدرها ١١٥ مليون جنيه إلى صـافي أرباح قدرها ٤٨ مليون جنيه.

وبناء على هذه النتيجة نجد أن اتجاه معدل العائـد علـى حقوق الملكية نحو التحسن الجوهري يرجع إلى: .

- ارتفاع كفاءة الإدارة التشغيلية وذلـك مـن خـلال انخفاض نسبة تكاليف التشغيل الخالية من الفوائد عن جملة الإيرادات الإضافية المحققة.
- انحصار التأثير السلبي لقرار التمويل الإضافي فـي تأثيره السلبي بقيمة الفوائد التمويلية الإضافية والتـي بلغت ٣١ مليون جنيه.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من ١٩٨٥ إلى ١٩٨٦: .

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التحسن الملحوظ حيث زاد بمقدار ٥,٨٤٨ % وبمعدل زيادة قدره ٧٦ %.

تفسير النموذج الأول:

إن الارتفاع المحدود في معدل دوران الأصـول والـذي يعكس قرارا استثماريا سليما حيث توضح البيانـات زيـادة الإيرادات الإجمالية بمعدل أكبر من الاستثمارات الإضـافية المتمثلة في جملة الأصول وما نتج عن ذلك وما ارتبط بـه من ظهور أثر واضح لقرار تمويلي سليم أيضا يعكسه اتجاه نسبة رافعة هيكل التمويل نحو الانخفاض المحـدود نتيجـة لزيادة حقوق الملكية بمعدل أكبر من معدل الزيادة في جملـة الاستثمارات الإضافية في الأصول.

ونرى هنا ضرورة التأكد على أهمية الفحـص التحليلـي للقيمة المطلقة لكل من جملة الأصـول المـستثمرة وجملـة حقوق الملكية، حيث بلغت الزيادة في قيمتيهما على التـوالي

إلى الفهرس

٣٥٠ مليون جنيه، ١٧٧ مليون جنيه، الأمر الذي يعنـي أن التمويل الإضافي قد تم بتمويل ٥١ % من قيمتـه بالملكيـة وبذلك نكون قد تجنبنا الاعتماد علـى نتـائج مـضللة مـن مضمون النتيجة المتعلقة بزيادة حقوق الملكية بمعدل أكبـر من معدل الزيادة في جملة الاستثمارات الإضافية.

وعلى ذلك فقد تم تمويل ٤٩ % من هذه الاستثمارات من ديون إضافية والذي انعكس في زيادة أرباح التشغيل بمعـدل ٤٠ % والتي يوضحها هذا النموذج.

تفسير النموذج الثاني:

أخذاً في الاعتبار ما تضمنه تفسير النموذج الأول، يؤكـد هذا النموذج على الاتجاه الإيجاب لهامش الربح بدون رافعة (X_{21}) بزيادته بمعدل ١٩ % نتيجة لزيادة أرباح التـشغيل وجملة الإيرادات بمعدلي ٤٠ %، ١٧ % على التوالي، وهو الذي انعكس على زيادة نصيب الملاك من أربـاح التـشغيل بمعدل ٦٢ %، وبالتالي على السلوك الإيجابي لمعدل العائـد على حقوق الملكية.

تفسير النموذج المقترح:

أيضا وأخذاً في الاعتبار ما تضمنته تفسيرات النمـ.وذجين الأول والثاني، نجد النموذج المقترح يسمح بتفسيرات أكثـ.ر شمولاً . وهو الأمر الذي سبق التأكيد عليه وذلك من خلال التحليل التفصيلي للمتغير (X_{34}) وذلك على الوجه الآتي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعمـ.ـال = (نتـ.ـائج قـ.ـرارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل)

= (٣٧٢ مليون . ٢٨٣ مليون) . ٢٨ مليون جنيه

= ٨٩ مليون جنيه . ٢٨ مليون جنيه = ٦١ مليون جنيه

ومن الواضح أن هذه القيمة الموجبة للأثر النهائي للتفاعل بين نتائج قرارات التشغيل وبين نتائج قرارات التمويل تعكس تماما قيمة التحسن في نتائج أعمال القطـ.ـاع والمتمثلـ.ـة فـ.ـي زيادة قيمة الأرباح الصافية من ٤٨ مليون جنيه علـ.ـى ١٠٩ ملايين جنيه لسنتي ٨٥، ٨٦ على التوالي ليحدث تحسناً قدره ٦١ مليون جنيه، وبناء على ذلك نجد أن اتجاه معدل العائـ.ـد على حقوق الملكية نحو التحسن الجوهري يرجع إلى: .

- ارتفاع كفاءة الإدارة التـ.ـشغيلية وبتـ.ـأثير قـ.ـدره ٨٩ مليون جنيه.

إلى الفهرس

- انحصار التأثير السلبي لقرار التمويل الإضافي في تأثيره بمبلغ قدره ٢٨ مليون جنيه.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكية في الفترة من ١٩٨٦ إلى ١٩٨٧: .

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطاع نحو التدهور الطفيف حيث انخفض معدل ربحيته بنسبة ٠,٦٥٤ % وبمعدل انخفاض قدره ٥ %.

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول نحو التحسن المحدود نتيجة لزيادة الإيرادات بمعدل أكبر من معدل زيادة الأصول الإجمالية (الاستثمارات الإضافية) الأمر الذي يعكس قرارا استثماريا سليما ولكنه ارتبط باتجاه سلبي مضاد يظهره المتغير الثالث في النموذج (X_{31}) والذي يؤكد على أن اتجاهه نحو الارتفاع يعكس قرارا تمويليا خاطئًا ويرجع ذلك إلى أن زيادة الأصول الإجمالية بمعدل ١٤ % لم يقابله أي تغير في قيمة حقوق الملكية، الأمر يعني تمويل الاستثمارات الإضافية بكامل قيمتها من الديون الإضافية والذي انعكس

إلى الفهرس

أثره السلبي في انخفاض قيمة الأرباح الصافية للقطاع بمعدل ٦ % وبالتالي انخفاض هامش الربح برفع (X_{11}) بمعدل ٢٢ % وبالتالي انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية بمعـدل ٥ %.

تفسير النموذج الثاني:

أخذاً في الاعتبار ما تضمنه تفسير النمـوذج الأول مـن حيث سلامة القرار الاستثماري وارتباطه بعدم سلامة القرار التمويلي المتمثل في تمويل كامل التوسعات الاستثمارية مـن الديون الإضافية، نجد أن هذا النموذج يعطي تفسيرا إضـافيا لهذا التفسير والمتمثل في امتداد الأثر السلبي لهـذا الخلـل التمويلي، إلى انخفاض هامش الربح بدون رفع بمعـدل ١٣ % كنتيجة لزيادة أرباح التشغيل بمعدل أقل من معدل الزيادة في الإيرادات الإجمالية (٦ %، ٢١ % على التوالي) ومـا استتبع ذلك من انخفاض نصيب الملاك من أرباح التـشغيل بمعدل ١١ % نتيجة انخفاض صافي أرباح القطاع بمعـدل ٦%.

تفسير النموذج المقترح:

أيضا وأخذًا في الاعتبار ما تضمنته تفسيرات النمـ.وذجين الأول والثاني يضيف هذا النموذج التفسير التالي من خـ.ـلال تحليل المتغير (X_{34}) وذلك على الوجه الآتي: .

اتجهت قيمة هذا المتغير إلى التزايد المحدود وهو الأمـ.ـر الذي يعكس انخفاضا في كفاءة الإدارة التشغيلية في القطاع، والذي يمكن قياسه بالإضافة إلى قياس مدى كفاءة القـ.ـرارات التمويلية كما يلي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعمـ.ـال = (نتـ.ـائج قـ.ـرارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل)

= (٥٤٣ مليونا . ٥٢٤ مليون جنيه) . ٢٥ مليون جنيه

= ١٩ مليون جنيه . ٣٥ مليون جنيه = . ٦ ملايين جنيه

ويتأكد أن هذه القيمة السالبة للأثر النهائي للتفاعـ.ـل بـ.ـين نتائج قرارات التشغيل وبين نتائج قرارات التمويـ.ـل تعكـ.ـس تماما قيمة التدهور في نتائج الأعمال للقطاع والمتمثلة فـ.ـي انخفاض قيمة الأرباح الصافية من ١٠٩ ملايين جنيـ.ـه إلـ.ـى ١٠٣ ملايين جنيه لسنتي ٨٥ و ١٩٨٦ على التوالي وبنـ.ـاء

على ذلك يمكن تفسير أسباب اتجاه معدل العائد على حقـوق الملكية نحو التدهور الطفيف إلى: .

- انخفاض كفاءة الإدارة التشغيلية للقطاع وبتأثير قدره ١٩ مليون جنيه، حيث إن تكاليف التشغيل الإضافية تمثل ٩٧ % من جملة الإيرادات الإضافية.
- التأثير السلبي الواضح لقرار تمويلي غير سليم بتأثير قدره ٢٥ مليون جنيه.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من ١٩٨٧ التي ١٩٨٨: .

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التحسن الملحوظ حيث زاد بنسبة ٨,١٣٧ % وبمعدل زيـادة قدره ٦٢,٩٣ %.

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول نحو التحسن المحدود (X_{21}) نتيجة زيادة الإيرادات بمعدل أكبر من معـدل الزيـادة فـي الأصول الإجمالية (٣٥ %، ٢٠ %) على التوالي الأمر الذي يعكس قرارا استثماريا سليما، والذي ارتبط بقـرار تمـويلي

غير سليم يوضحه تحليل المتغير المستقل الثالث (X_{13}) فـي هذا النموذج حيث تتجه نسبة الرافعة في هيكل التمويل نحـو التزايد نتيجة زيادة الاستثمارات الإجمالية في الأصول بمعدل أكبر من معدل الزيادة في حقوق الملكيـة (٢٠ %، ٨٠ %) على التوالي.

وبتحليل هذا المتغير يتبين أن الاستثمارات الإضافية قـد بلغت ٦٤٤ مليون جنيه ساهم التمويل بالملكية فـي تمويلهـا بمبلغ ٦٥ مليون جنيه وبنسبة ١٠ % فقـط، الأمـر الـذي انعكس على زيادة هامش الربح (X_{11}) بمعدل ٤١ %. الأمر الذي انعكس إيجابيا في صورة زيادة قيمة الأرباح الـصافية بمعدل ٧٧ % وبالتالي زيادة معدل العائد على حقوق الملكية بمعدل ٦٢,٩٣ %.

ومن الملاحظ أن هذا النموذج يبدو عاجزا عن تفسير أثر التفاعل بين قرار الاستثمار السليم وبين قرار التمويل غيـر السليم في اتجاه معدل العائد على حقوق الملكية نحو التزايد.

تفسير النموذج الثاني: .

أخذنا في الاعتبار ما تضمنه تفسير النمـ.وذج الأول مـ.ـن حيث سلامة القرار الاستثماري وارتباطه بعدم سلامة القرار التمويلي والمتمثـ.ل فـ.ي تمويـ.ل ٩٠ % مـ.ن التوسـ.عات الاستثمارية عن طريق الديون الإضافية وعدم قدرته علـ.ى تفسير أثر هذا التفاعل على اتجاه معدل العائد علـ.ى حقـ.وق الملكية نحو التزايد، نجد أن هذا النمـ.وذج يعطـ.ي تفـ.سيرا إضافيا لهذا النقص والمتمثل في اتجاه هامش الـ.ربح بـ.دون رافعة (X_{11}) نحو الانخفاض حيث انخفض بمعـ.دل ٣٩ % وذلك نتيجة لانخفاض أرباح التشغيل بمعدل ٣٣ % وزيـ.ادة الإيرادات بمعدل ٣٥ % الأمر الذي يوضـ.ح أثـ.ر الفوائـ.د التمويلية الإضافية والناتجة من القرار التمـ.ويلي الخـ.اطئ. وعلى الرغم من ذلك اتجهت العلاقة بين صـ.افي الأربـ.اح وبين أرباح التشغيل (X_{13}) نحو التحسن وبمعـ.دل ١٣٠ % كنتيجة لزيادة صافي الأرباح بمعدل ٧٧ % وانخفاض أرباح التشغيل بمعدل ٣٣ %.

ويبقى التساؤل مطروحا حول تفسير أثر التداخل بين هذه التفاعلات المتعارضة وبين اتجاه معدل العائد عل.ى حق.وق الملكية نحو التزايد؟

تفسير النموذج المقترح:

في محاولة للإجابة عن التساؤل السابق من خ.لال ه.ذا النموذج يجدنا القارئ في مواجهة حالة جديدة وغير مسبوقة في تفسيرات النموذج المقترح في المراحل ال.سابقة، والت.ي تتمثل في اتجاه معدل العائد على حقوق الملكية نحو التحسن في ظل اتجاه المتغير الرابع (X_{34}) نحو التدهور والمتمث.ل في تزايد قيمته، وهو الأمر الذي يعكس انخفاضا في كف.اءة الإدارة التشغيلية والمتعلق بقدرتها على التحكم في م.ستوى تكاليف التشغيل الإضافية . بدون فوائد تموي.ل . لتحقي.ق مستوى إضافي من الإيرادات، حيث إن النتيجة الحسابية لهذا المتغير تعكس زيادة الإيرادات بمع.دل ٣٥ % ف.ي مقاب.ل انخفاض أرباح التشغيل بمعدل ٣٣ %، وهو الأم.ر ال.ذي يتطلب جهدا إضافيا في التحليل والذي يتمثل فيما يلي: .

الأثر النهائي على نتائج الأعم.ال = (نت.ائج ق.رارات التشغيل) ± (نتائج قرارات التمويل)

= (٧٧٧ مليون جنيه . ٨٥٤ مليون جنيه) + ١٥٦ مليون

= . ٧٧ + ١٥٦ = ٧٩ مليون جنيه.

وبعد تأكدنا من التوافق التام بين هذه النتيجـ.ـة الإيجابيـ.ـة وبين قيمة التحسن في نتائج أعمال القطاع والتي تحولت من صافي أرباح قدرها ١٠٣ ملايين جنيه إلى صـ.ـافي أربـ.ـاح قدرها ١٨٢ مليون جنيه بتحسن قـ.ـدره ٧٩ مليـ.ـون تعطـ.ـي الكثير من الاهتمام لما نلاحظه من اسـ.ـتعراض الحـ.ـسابات السابقة لتجد ما يلي:

- أظهرت نتائج قرارات التشغيل تأثيرا سلبيا من خلال زيادة قيمة تكاليف التشغيل الخالية من الفوائـ.ـد عـ.ـن قيمة الإيرادات الإضافية المحققة وهو الأمر الـ.ـذي يعكس انخفاضا جوهريا في كفاءة الإدارة التـ.ـشغيلية في القطاع.
- ظهرت نتائج قرارات التمويل فـ.ـي اتجـ.ـاه التـ.ـأثير الإيجابي على نتائج الأعمال، وهو الأمر الذي يعني صراحة اتجاه قيمة الفوائد نحو الانخفـ.ـاض بمبلـ.ـغ ١٥٦ مليون جنيه.

- تمكن التأثيرات الإيجابية لقرارات التمويل من تغطية التأثيرات السلبية لانخفاض كفاءة التـشغيل بكامـل قيمتها وتسببت في زيادة الأرباح الصافية بمبلغ ٧٩ مليون جنيه.

وتؤكد هذه النتائج زيادة الأهمية النسبية للمتغيـر الرابـع (X_{34}) مقارنة بالأهمية النسبية للمتغير الخامس (X_{35}) فيمـا يتعلق بتفسير سلوك معدل العائد على حق الملكية.

تحليل سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي الفترة من ١٩٨٨ إلى ١٩٨٩:

السلوك:

اتجه معدل العائد على حقوق الملكية في القطـاع نحـو التحسن الملحوظ حيث زاد بنسبة ٥,١٢٩ %، وبمعدل زيادة قدرها ٢٤,٣ %.

تفسير النموذج الأول:

اتجاه معدل دوران الأصول نحو التحسن الملحوظ (X_{12}) نتيجة زيادة الإيرادات الإجمالية بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الاستثمارات الإجمالية فـي الأصـول (١٩ %، ١٠ %) على التوالي، الأمر الذي يعكس قرارا استثماريا سليما، وذلك

إلى الفهرس

ارتباطًا بقرار تمويلي سليم أيضا يظهره نتيجة المتغير (X_{13}) والذي اتجهت قيمته المحسوبة نحو الانخفاض نتيجة لزيـ.ـادة الاستثمارات الإجمالية في الأصول بمعدل أقل مـ.ـن معـ.ـدل الزيادة في حقوق الملكية (١٠ %، ١٦ %) علـ.ـى التـ.ـوالي. حيث بلغت قيمة الاستثمارات الإضافية في كل من الأصـ.ـول وحقوق الملكية ٣٨٤ مليون جنيه، ١٤٠ مليون جنيه علـ.ـى التوالي، الأمر الذي يعني مساهمة الملكية في تمويـ.ـل ٣٦,٥ % من الاستثمارات الإضافية، وهو الأمر الذي انعكس على زيادة الأرباح الصافية للقطاع بمعدل ٤٥ % وبالتالي زيـ.ـادة هامش الربح بمعدل ٢١ % وبالتالي زيادة معدل العائد على حقوق الملكية في القطاع.

تفسير النموذج الثاني:

أخذًا في الاعتبار ما تضمنه تفسير النمـ.ـوذج الأول مـ.ـن حيث سلامة كل من قرارات الاستثمار والتمويل وانعكـ.ـاس ذلك على زيادة قيمة الأرباح الصافية للقطاع وبالتالي زيـ.ـادة هامش الربح ومعدل العائد على حقوق الملكية، نجد أن هـ.ـذا النموذج يعطي تفسيرا إضافيا يتمثل في اتجاه هامش الـ.ـربح بدون رافعة (X_{21}) نحو التزايد بمعدل ٨٦ % وذلك نتيجـ.ـة

لزيادة أرباح التشغيل بمعدل أكبر من معدل زيادة الإيرادات (١٢٢ %، ١٩ %) على التوالي بالإضافة إلى تدهور العلاقة بين صافي الأرباح وبين أرباح التشغيل (X_{23}) نتيجة زيـادة قيمتيهما بمعدل ٤٥ %، ١٢٢ % على التوالي وهو الأمـر الذي أدى إلى تحجيم الاتجاه الإيجابي لسلوك معـدل العائـد على حقوق الملكية لينحصر في زيادتـه بنـسبة ٥,١٢٩ % فقط.

تفسير النموذج المقترح:

الواقع أنه وفي هذه المرحلة الأخيرة من مراحل التحليـل المالي لتفسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة فـي القطاع موضع التطبيق ومن خلال استخدام النموذج المقترح نجده يعطي تفسيرا إضافيا لتدهور العلاقة بين صافي الأرباح وبين أرباح التشغيل وما نتج عن ذلك من تحجـيم الاتجـاه الإيجابي لسلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

وباستعراض النتائج المحسوبة للمتغير الثاني فـي هـذا النموذج (X_{32}) نجد اتجاه هامش الربح بالرفع نحو التزايـد وبمعدل ٢١ % نتيجة زيادة قيمة صافي الربح بمعدل أكبـر من معدل زيادة الإيرادات المحققة (٤٥ %، ١٩ %) علـى

التوالي وهو الأمر الذي ينعكس بالضرورة على زيادة معدل العائد على حقوق الملكية وخاصة في ظل التأكد من سـ.ـلامة كل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل والتـ.ـي أكـ.ـدها تفسير النموذجين الأول والثاني.

وتماشيا مع أسلوب العرض في المراحل التحليلية السابقة نعرض للتحليل التفصيلي للمتغير الرابـ.ـع (X_{34}) والأكثـ.ـر نشاطًا حتى الآن في تحليل سلوك معدل العائد على حقـ.ـوق الملكية وذلك على الوجه الآتي:

الأثر النهائي على نتائج الأعمـ.ـال = (نتـ.ـائج قـ.ـرارات التشغيل) أو ± (نتائج قرارات التمويـ.ـل) = ٧٥٢ مليونـً.ـا . ٤٤٣ مليون جنيه) . ٢٢٨ مليون جنيـ.ـه = ٣٠٩ . ٢٢٨ مليون جنيه = ٨١ مليون جنيه.

ومن الواضح أن هذا الأثر النهائي المحسوب يعكس تماما مقدار التحسن في نتائج أعمال القطاع والمتمثلة فـ.ـي زيـ.ـادة صافي الأرباح من ١٨٢ مليون جنيه إلى ٢٦٣ مليون جنيـ.ـه من عام ١٩٨٨ إلى ١٩٨٩.

وبناء على ما سبق ذكره، يمكننا التأكيد علـ.ـى أن اتجـ.ـاه سلوك معدل العائد على حقوق الملكية في القطـ.ـاع موضـ.ـع

التطبيق يرجع إلى ارتفاع درجـ.ـة كفـ.ـاءة الإدارة التـ.ـشغيلية والمتمثلة في زيادة الإيرادات الإضافية عن تكاليف التـ.ـشغيل الخالية من الفوائد والتي تم إنفاقها لتحقيق هـ.ـذه الإيـ.ـرادات الإضافية وبقيمة تزيـ.ـد علـ.ـى تكلفـ.ـة التمويـ.ـل الإضـ.ـافي للاستثمارات الإضافية.

وفي نهاية هذا التحليل المقارن يتأكد لنا الحقائق التالية:

(١) عدم قدرة النموذج الأول (3 X S' Model) علـ.ـى تفسير العلاقة بين معـ.ـدل دوران الأصـ.ـول وبـ.ـين طريقة تمويل التوسعات الاستثمارية، وأثرها علـ.ـى نتائج الأعمال وعلى سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

(٢) عدم قدرة النموذج الثـ.ـاني (4 x s' Model) علـ.ـى تقييم الأداء التشغيلي من خلال متغيره الأول (X_{21}) حيث لم تتماشَ نتائجه المحسوبة في أغلب حـ.ـالات التحليل مع سلوك العائد على حقوق الملكية، الأمـ.ـر الذي أدى إلى عدم قدرته على تفسير العلاقـ.ـة بـ.ـين نتائج تقييم الأداء التشغيلي وبـ.ـين نتـ.ـائج الأعمـ.ـال وسلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

(٣) أثبتت نتائج التفسير المـ ـالي المقـ ـارن أن النمـ ـوذج المقترح يعطي تفسيرا أكثـ ـر وضـ ـوحا لقـ ـرارات التوسعات الاستثمارية في الأصول وطريقة تمويلها وأثر التفاعل بينهما على نتائج الأعمال وعلى سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

(٤) أثبتت نتائج التفسير المـ ـالي المقـ ـارن أن النمـ ـوذج المقترح قد نجح في تقييم الأداء التشغيلي وأثره على نتائج الأعمال وبالتالي أثره على سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

(٥) أثبتت نتائج التفسير المـ ـالي المقـ ـارن أن النمـ ـوذج المقترح قد نجح في تحليل التفاعل بين نتـ ـائج الأداء التشغيلي وبين نتائج قـ ـرارات تمويـ ـل التوسـ ـعات الاستثمارية، مع تحديد أثر هذا التفاعل على نتـ ـائج الأعمال وبالتالي على سلوك معـ ـدل العائـ ـد علـ ـى حقوق الملكية.

(٦) أثبتت نتائج التحليل المالي المقارن للنماذج الثلاثـ ـة، أن العلاقة بين دلالة نتائج المتغيرات المستقلة (كـ ـل على حدة) وبين سلوك معدل العائد علـ ـى حقـ ـوق

الملكية لا تتفق دائما مع النظريات والمبادئ والتـ ـي بني عليها علم التمويل، وهو الأمر الذي يؤكد على أهمية تعديد المتغيرات المـ ـستقلة وتحليـ ـل طبيعـ ـة التفاعل فيما بينها الأمر الذي يؤكد على أهمية بنـ ـاء النماذج الرياضية في مجال التحليل المالي.

هذا وبعد انتهاء عرضنا التحليلي المفصل المقارن للنماذج الثلاثة والذي توصلنا في نهايته إلى تفوق النموذج المقتـ ـرح على النماذج الأخرى، نعرض فيما يلي تفـ ـصيلا لأسـ ـلوب التحليل الإحصائي من حيث مضمون وطريقة استخدامه وأهم النتائج التي توصلنا إليها فـ ـي مجـ ـال التحليـ ـل الإحـ ـصائي المقارن للنماذج الثلاثة.

(ب) أسلوب التحليل الإحصائي:

لقد فرضت متطلبات استخدام التحليل الإحصائي المتمثـ ـل في تحليل الانحدار المتدرج حتمية تحويل قـ ـيم المتغيـ ـرات المستقلة من نسب مئوية إلى أرقام مطلقة، الأمر الذي ترتب عليه ضرب جميع قيم النسب المحسوبة والتي تـ ـم التعامـ ـل معها في مجال التحليل المـ ـالي فـ ـي معامـ ـل ثابـ ـت قـ ـدره (١٠,٠٠٠).

- تم تكوين مصفوفة الارتباط Correlation matrix لكل نموذج في القطاع موضع التطبيق لقياس وتحديد قوة الارتباط بين المتغير التابع وكل متغير مـ.ستقل على حدة، بالإضافة إلى الارتباط بـ.ين المتغيـ.رات المستقلة بعضها البعض.
- تم اسـ.تخدام أسـ.لوب تحليـ.ل الانحـ.دار المتـ.درج Stepwise regression analysis بهدف اقتـ.راح معادلة تحتوي على المتغير المستقل صاحب أكبـ.ر تأثير على المتغير التابع. وهكذا حتى يتم التوصـ.ل إلى أفضل معادلة لكل نموذج من النماذج الثلاثة.

أن هذا الأسلوب التحليلي يعتمد فـ.ي مراحلـ.ه المتتابعـ.ة لتكوين المعادلة المقترحة على إهمال المتغيرات المستقلة التي لا تزيد من دقة النموذج المقترح، ويتم ذلك من خلال القيمة الناتجة لمعامل التحديد (R^2) والمرتبطة بكـ.ل مرحلـ.ة مـ.ن مراحل البرنامج.

- تم اختبار جوهرية كل معادلة مقترحة في كل خطوة من خطوات البرنـ.امج باسـ.تخدام تحليـ.ل التبـ.اين

Analysis variance اعتمادا علـى اختبـار (F) المحسوبة والجدولية في ظل مستوى معنوية ٥ %.

ويمكننا حصر مراحل وخطـوات التحليـل الإحـصائي المقارن للنماذج الثلاثة فيما يلي:

١- تحليل علاقات الارتباط بـين متغيـرات النمـاذج الثلاثة.

٢- تحليل الانحدار المتدرج للنماذج الثلاثة.

ونعرض فيما يلي تطبيقاً لهاتين الخطوتين على البيانـات الخاصة بالقطاع موضع التطبيق.

١ . تحليل علاقات الارتباط بين متغيرات النماذج:

نعرض في هذا الجزء من التحليـل الإحـصائي للنتـائج المستخرجة من تشغيل البرنامج الإحصائي علـى الحاسـب الآلي والتي تتعلق بتحليل علاقات الارتباط بين المتغيـرات المكونة لكل نموذج من النماذج الثلاثة التي يتضمنها التحليل وذلك من خلال ثلاث مراحل متتابعة بيانيا كالآتي:

١/ ١ تحليل علاقات الارتباط بين متغيرات النموذج الأول:

يتـضمن النمـوذج الأول المتغيـرات التاليـة: $Y_1 / X_{11} / X_{12} / X_{13}$ والتي يظهرها الجدول التالي: .

جدول رقم (١١)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج الأول في القطاع موضع التطبيق

	Y 1	X 11	X 12	X 13
Y 1		٠,٨٨٠٥٥	٠,٧٧١٦٦	٠,٦٠٥٢٩
X 11			٠,٥٧٠٢٣	٠,٤٤١٧٥
X 12				٠,١٢١١٨
X 13				

من مصفوفة الارتباط السابقة يتبين أن هن.اك علاق.ات ارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وهي علاقات طردية متباينة القوة وتأخذ في ترتيبها تنازليا الصورة التالية:

$R_{Y1} X_{11} / R_{Y1} X_{12} / R_{Y1} X_{31}$

وبناء على هذه النت.ائج تب.ين أن مع.املات الارتب.اط الموضحة تعكس اتجاها إيجابيا في تركيب النم.وذج الأول، بينما في الاتجاه الآخر والذي يعكس الاتج.اه ال.سلبي ف.ي تركيبه فتتمثل في وجود علاق.ات ارتب.اط طردي.ة ب.ين المتغيرات المستقلة وخاصة العلاقة القوية بين هامش ال.ربح بالرافعة ومعدل دوران الأصول $(R X_{11}, X_{12})$

إلى الفهرس

١/ ٢ تحليل علاقات الارتباط بين متغيرات النموذج الثاني:

يتضمن النموذج الثاني المتغيرات التالية: Y_2, X_{21}, X_{22}, X_{23}.

جدول رقم (١٢)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج الثاني في القطاع موضع التطبيق

	Y_2	Y_{21}	X_{21}	X_{23}	X_{24}
Y_2		٠,٨٠٣٩٦	٠,٦٥٦١٦	٠,٨٢٧٣١	٠,٥١٤٠٨
X_{21}			٠,٣١٧٧٢	٠,٧٤٦٤٦	٠,٢٥٨٦٤
X_{22}				٠,٥٢٧٠٣	٠,١٢,١١٨
X_{23}					٠,٠٥٤٧٣
X_{24}					

وتوضح مصفوفة الارتباط السابقة وجود علاقات ارتباط طردية متباينة القوة فيما بين المتغير التابع Y_2 والذي يمثل معدل العائد على حقوق الملكية في القطاع وبين المتغيرات التابعة (4Xs') المكونة للنموذج والتي يمكنكم ترتيبها تنازليا حسب قوة ارتباطها على الوجه الآتي:

$R_{Y2}X_{23}/ R_{Y2}X_{12}/ R_{Y2}X_{22}/ R_{Y2}X_{24}$

إن هذه العلاقات الارتباطية الموضحة تعكس مصدرا لقوة النموذج وسلامته، ويحد من هذه المي.زة ظه.ور علاق.ات ارتباط طردية بين المتغيرات التابعة المكونة للنموذج بعضها البعض وهو الأمر الذي يعني في التحليل الإحصائي إمكانية استبعاد واحد من المتغيرين اللذين يوجد بينهما ارتباط قوي.

ومن خلال إجراء مقارنة سريعة بين محتويات مصفوفتي الارتباط لكلا النموذجين الأول والثاني يتأكد ما يلي: .

في التحليل النهائي يتبين أن النموذج الأول يرتبط بمشكلة واضحة تتمثل في علاقة الارتباط القوية بين المتغيرين الأول والثاني $(R\ X_{11}, X_{12})$ حيث إن السبب في حـ.دوث هـ.ذه المشكلة يرجع على احتواء كل من المتغيـ.رين علـ.ى قيمـ.ة الإيرادات الإجمالية ولكن قيامنا بمعالجة هذه الثغـ.رة عـ.ن طريق ضرب جميع المتغيرات في معالم ثابت لتحويلها مـ.ن نسب مالية إلى قيم مطلقة قد أدى على حصر هذه المـ.شكلة عند هذا الحد فقط.

وفي التحليل النهائي يتبين أيضا أن النموذج الثاني يرتبط بمشكلة مماثلة تنحصر في علاقة الارتباط الطردي.ة القوي.ة وبين المتغيرين $(R\ X_{21}, X_{23})$ والسبب في هذا الارتبـ.اط

يرجع إلى احتواء كل من المتغيرين على أربـ.ـاح التـ.ـشغيل، ولكن قيامنا بمعالجة هذه المشكلة قد أدى إلى حصرها عنـ.ـد هذا الحد فقط.

١/ ٣ تحليل علاقات الارتبـ.ـاط بـ.ـين متغيـ.ـرات النمـ.ـوذج المقترح:

يتضمن النموذج المقترح المتغيرات التالية:

$Y_3 / X_{31} / X_{32} / X_{33} / X_{34} / X_{35}$

جدول رقم (١٣)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج المقترح في القطاع موضع التطبيق

	Y 3	Y31	Y32	X33	X43	X35
Y_3		٠,٨٠٣٩٦	٠,٩٨٦٩٢	٠,٦٥٦١٦	٠,٧٨٥٢٨.	٠,٥١٤٠٨
X_{31}			٠,٨٦٠٣٨	٠,٣١٧٧٢	٠,٨٢٧٢٤ .	٠,٢٥٨٦٤
X_{32}				٠,٥٧٠٢٣	٠,٨٤٧٥٣ .	٠,٤٤١٧٥
X_{33}					٠,٤٥٢١١ .	٠,١٢١١٨
4_{34}						٠,٠٠٧٢٣
X_{35}						

إلى الفهرس

من مصفوفة الارتباط السابقة يتبين أن هناك علاقة ارتباط بين المتغير التابع Y_3 وبـ ـين المتغيـ ـرات المـ ـستقلة (5Xs') المكونة للنموذج المقترح وهي علاقات طردية متباينة القوة، فيما عدا المتغير الرابع (X_{34}) الذي يربطه بالمتغير التـ ـابع علاقة عكسية قوية، وهو الأمر الذي يتماشى مـ ـع منطقيـ ـة تكوين هذا المتغير، حيث أثبتت التحليلات المالية التي تمـ ـت للنموذج المقترح أن هناك علاقة عكسية بين زيـ ـادة قيمتـ ـه وبين درجة الكفاءة التشغيلية وبالتالي بينه وبين معدل العائـ ـد على حقوق الملكية.

وأما فيما يتعلق بعلاقات الارتبـ ـاط الذاتيـ ـة فيمـ ـا بـ ـين المتغيرات المستقلة بعضها البعض فيلاحظ أنه على الـ ـرغم من تعديل قيم المتغيرات المستقلة بضربها في رقم ثابـ ـت إلا أنه ظلت بعض هذه المتغيرات ترتبط ذاتيا بعضها الـ ـبعض الأمر الذي يضعف من قوة التحليل الإحصائي.

هذا ويمكننا التأكيد على بعض الظواهر الملفتـ ـة للنظـ ـر وهي: .

إلى الفهرس

- أن علاقة الارتباط الموجبة القويـ.ـة بـ.ـين المتغيـ.ـر ($R\ X_{31}.\ X_{31}$) والتي بلغت ٠,٦٨ ترجع إلـ.ـى أن كل منهما يحوي في تكوينه مجمل الإيرادات.
- إن علاقة الارتباط العكسية بين المتغيرين ($R\ X_{32},\ X_{34}$) ترجع إلى أن كل منهما يمثل مقلوب الآخر.
- أن علاقة الارتباط العكسية القوية بـ.ـين المتغيـ.ـرين ($R\ X_{32},\ X_{34}$) ترجع إلى وجود الإيـ.ـرادات فـ.ـي تكوين كل منهما.
- والواقع أن المشكلات المذكورة والمرتبطة بعلاقـ.ـات الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة لـ.ـن تـ.ـؤثر تأثيرا جوهريا فـ.ـي سـ.ـلامة التحليـ.ـل الإحـ.ـصائي ومدلولات نتائجه والتي تتمثل في المرحلة التالية منه والمتعلقة بتحليل الانحدار المتدرج.

٢ . تحليل الانحدار المتدرج للنماذج الثلاثة:

٢/ ١ تحليل الانحدار المتدرج للنموذج الأول:

يتم التحليل الإحصائي في هذه الجزئيـ.ـة اعتمـ.ـادا علـ.ـى النتائج التي سبق التوصل إليها والمدونة بالجدول رقم (١١) والذي يتضمن معاملات الارتباط بين متغيرات هذا النموذج.

وفيما يلي الخطوات التي تم استخراجها من تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي: .

Step 1

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{11}

وبعد إدخال هذا المتغير ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_{11}$$

$$\hat{Y}_1 = 1109214, 1798 + 11555.77095 X_{11}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٧٧,٥٤ % والذي يعني أن هذه المعادلة تتمكن من تفسير ٧٧,٥٤ % من التغيرات التي تحدث في سلوك معدل العائد على حق الملكية، ولاختيار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة (١,٧) **F** المحسوبة ٢٤,١٦٢ والتي يقابلها **F** table (1.7.5 %) = 5.59

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 2

قام البرنامج بإدخال المتغير X_{12}

وبعد إدخال هذا المتغير ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_1 = \alpha + \beta X_{11} + B_2 X_{12}$$

$\hat{Y}_1 = 22119006.5651 + 8566\ X_{11} + 2552, 7024\ X_{12}$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٨٨,٣٠ % أي بزيادة قدرها ١٠,٧٦ % عن المعادلة السابقة، الأمر الذي يعني أنها تفسر قدرا أكبر من سلوك معدل العائد على حق الملكية.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيم (2.6) $_F$ المحسوبة ٢٢,٦٤٦ والتي يقابلها $t\ (2.6.\ 5\%) = 5.14$ ^{F} وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 3

قام البرنامج بإدخال المتغير X_{13}

وبعد إدخال هذا المتغير ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_1 = \alpha + \beta\ X_{11} + B_2\ X_{12} + B_3\ X_{13}$$

$$Y_1 = -\ 36791058.0317 + 6070,56\ X_{11} + 2970.19054\ X_{12} + 291.9256\ X_{13}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٧,٥٥ % أي بزيادة قدرها ٩,٢٥ % عن المعادلة السابقة. الأمر الذي يعني أنها تفسر قدرا أكبر من سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة (3.5) ^{F} المحسوبة ٦٦,٤٢٦ والتي يقابلها: $T\ (3.5.5\ \%)$ $^{\mathbf{F}}$

٢/ ٢ تحليل الانحدار المتدرج للنموذج الثاني:

يتم التحليل الإحصائي هنا اعتمادا على النتائج التـ.ـي سـ.ـبق التوصل إليها والمدونة بالجـ.ـدول رقـ.ـم (١٢) وفيمـ.ـا يلـ.ـي الخطوات التي تم استخراجها من تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي: .

Step 1

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{23}:

وبعد ذلك ظهرت معادلة الانحدار المقترحـ.ـة علـ.ـى الوجـ.ـه الآتي:

$$Y_1 = \alpha + \beta_3 X_{23}$$

$$Y_2 = 850.6224 + 0813 X_{23}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٦٨,٤٤ % والذي يعني أن هذه المعادلة تتمكن من تفسير ٦٨,٤٤ % من التغيـ.ـرات التـ.ـي تحدث في سلوك معدل العائد على حقوق الملكيـ.ـة وبالتـ.ـالي تمثل هذه النسبة قدرة هذه المعادلة على تقدير معدل العائـ.ـد على حقوق الملكية.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة F (1.7) المحسوبة ١٥,١٨٣ والتي يقابلها:

$^{F}T(1.7.5\ \%) = 5.59$

Step 2

قام البرنامج بإدخال المتغير X_{24}

حيث ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي: .

$$Y_2 = \alpha + \beta_3 X_{23} + B_4 X_{24}$$

$$Y_2 = -3552.8849 + 0799 + X_{23} + .1158\ X_{24}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2)

٩٠,٤٩ % أي بزيادة قـ ـدرها ٢٢,٠٥ % عـ ـن المعادلـ ـة السابقة وهو الأمر الذي يعني أنها أكثر قدرة علـ ـى تقـ ـدير معدل العائد على حقوق الملكية وتفسير سلوكه.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة F (2.6) المحسوبة ١٥,١٨٣ والتي يقابلها: ^{F}T (2.6.15 %)

Step 3:

قام البرنامج في هذه المرحلة بإدخال المتغير X_{22}.

وبعد إدخال هذا المتغير ظهر معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_2 = \alpha + \beta_2 X_{22} + B_3 X_{23} + B_4 X_{24}$$

$$Y_2 = -7631.1565 + .4597\ X_{22} + .0661\ X_{23} + .1101\ X_{24}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٤,٨٦ % أي بزيادة قـ ـدرها ٤,٣٧ % عن المعادلة السابقة وهو الأمر الذي يعنـ ـي أنهـ ـا

أكثر قدرة على تقدير معدل العائد على حقوق الملكية وتفسير سلوكه.

ولاختبار جوهرية هـ.ـذه المعادلـ.ـة بلغـ.ـت قيمتـ.ـه (3.5) F المحسوبة ٣٠,٧٨٩ والتي يقابلها: $T\ (3.5.5\ \%) = 5.41$ F

Step 4:

في هذه المرحلة الأخيرة من مراحل البرنـ.ـامج الإحـ.ـصائي لتكوين معادلة الانحدار المقترحة والمرتبطة بالنموذج الثاني قام البرنامج بإدخال المتغير (X_{21}) حيث ظهـ.ـرت معادلـ.ـة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_2 = \alpha + \beta_2 X_{22} + B_3 X_{23} + B_4 X_{24}$$

$$Y_2 = -8653.961 + 1.1163\ X_{21} + .53\ X_{22} + 0438\ X_{23} + .0941\ X_{24}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٧,٩٠ % أي بزيادة قـ.ـدرها ٣,٠٤ % وهو الأمر الذي يعني أنها أكثر قدرة على تقـ.ـدير معدل العائد على حقوق الملكية وتفسير سلوكه.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة (4.4) F المحسوبة ٤٦,٦٢٤ والتي يقابلها: $T\ (4.4.5\ \%) = 639$ F

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

٢/ ٣ تحليل الانحدار المتدرج للنموذج المقترح:

يتم التحليل الإحصائي هنا اعتمادا على النتائج التـ ـي سـ ـبق التوصل إليها والمدونة بالجـ ـدول رقـ ـم (١٣) وفيمـ ـا يلـ ـي الخطوات التي تم استخراجها من تشغيل البرنامج الإحصائي على الحاسب الآلي:

Step 1:

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{32}.

وبعد ذلك ظهرت معادلة الانحدار المقترحـ ـة علـ ـى الوجـ ـه الآتي:

$$Y_3 = \alpha + \beta_2 X_{32}$$

$$Y_3 = -102.7265 + 3.7623 X_{32}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٧,٧٠ % والذي يعكس قدرة هذه المعادلة على تفسير سلوك معدل العائـ ـد علـ ـى حقـ ـوق الملكية.

ولاختبار جوهريـ ـة هـ ـذه المعادلـ ـة بلغـ ـت قيمـ ـة F (1.7) المحسوبة ٢٦٢,٢٠٥ والتي يقابلها: F T (Q.5.5 %) وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 2:

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{32}.

وبعد ذلك ظهرت معادلة الانحدار المقترحـ.ـة علـ.ـى الوجـ.ـه الآتي:

$$Y_3 = \alpha + \beta_3 X_{32} \ B_3 X_{33}$$

$$Y_3 = -2235.3986 + 3.4615 X_{32} + .257 X_{33}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٨,٦٩ % أي بزيادة قـ.ـدرها ١,٢٩ % عن المعادلة السابقة وهو الأمر الذي يعنـ.ـي أنهـ.ـا أكثر قدرة على تفسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

ولاختبار جوهريـ.ـة هـ.ـذه المعادلـ.ـة بلغـ.ـت قيمـ.ـة (2.6) **F** المحسوبة ٢٢٦ز٤٣١ والتي يقابلها: (% 2.6.5) T ^{F}

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 3:

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{35}.

حيث ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_3 = \alpha + \beta_{٢} X_{32} \ B_3 X_{33} + B_5 X_{35}$$

$$Y_3 = -3762.3520 + 3>2017 \ X_{32} + .0304 \ X_{35}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٩,٨٨ % أي بزيادة قـ.ـدرها ١,١٩ % عن المعادلة السابقة وهو الأمر الذي يعنـ.ـي أنهـ.ـا أكثر قدرة على تفسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية.

ولاختبار جوهريـ.ـة هـ.ـذه المعادلـ.ـة بلغـ.ـت قيمـ.ـة (3.5) ^{F} المحسوبة ١٣٨٢,٨٠٤ والتـ.ـي يقابلهـ.ـا: ^{F} Tale = 5.41 (3.5.5 %)

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 4:

بدأ البرنامج بإدخال المتغير X_{31}.

حيث ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_3 = \alpha + \beta_1 X_{31} B_3 X_{33} + B_5 X_{35}$$

$$Y_3 = - 36353.3031 - 0453\ X_{31} + 3.2504\ X_{32} + .2951\ X_{33} + .0298\ X_{35}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٩,٨٩ % أي بزيادة قـ.ـدرها ٠,٠١ % وهو الأمر الذي يعني أنها أكثر قدرة على تفـ.ـسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية تعتبر محدودة بالنسبة للمعادلة السابقة لها.

ولاختبار جوهريـ.ـة هـ.ـذه المعادلـ.ـة بلغـ.ـت قيمـ.ـة (4.4) ^{F} المحسوبة ٨٤٦,٧١٠ والتي يقابلها: ^{F} Tale = (4.4.5 %) = 6.39

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

Step 5:

في هذه المرحلة الأخيرة من مراحل المعالجـة الإحـصائية للنموذج المقترح قام البرنامج بإدخال المتغير X^{34} .

حيث ظهرت معادلة الانحدار المقترحة على الوجه الآتي:

$$Y_3 = \alpha + \beta_1 X_{31} \; B_2 X_{32} + B_3 X_{33} + B_5 X_{35}$$

$$Y_3 = - 3711.3162 - 049 X_{31} + 3.1963 X_{32} - 00010395 X_4 + 0314 X_{35}$$

ولقد بلغ معامل التحديد (R^2) ٩٩,٩٠ % أي بزيادة قـدرها ٠,٠١ % عن المعادلة السابقة وهو الأمر الـذي يعنـي أن قدرتها الإضافية على تفسير سلوك معدل العائد علـى حـق الملكية تعتبر محدودة بالنسبة للمعادلة السابقة لها.

ولاختبار جوهرية هذه المعادلة بلغت قيمة $(5.3)^{F}$ المحسوبة ٥١٤,٦٨٣ والتي يقابلها: $^{F}T\ (5.3.5\ \%) = 9.01$

وهو الأمر الذي يعني جوهرية هذه المعادلة.

هذا ويمكننا تلخيص أهم النتائج التي توصلنا إليها من خـلال استخدام وتطبيق الانحدار المتدرج والمعادلات التقديرية لكل من النماذج الثلاثة في الجدول التالي: .

جدول رقم (١٤)

بيان بالنتائج النهائية للتحليل الاحصائي للقطاع موضوع التطبيق

بيان النماذج المقارنة	المتغيرات المكونة للمعادلة	معادلة الانحدار المقترحة	معامل التحديد R^2
النموذج الأول	Y_1 X_{11} X_{12} X_{13}	Y_1=-36791058.0317 + 6070-56 X_{11} + 2979.1405 X_{12} + 291. 9256 X_{13}	97.55%
النموذج الثانى	$Y2$, X_{21} X_{22} X_{23} X_{24}	Y_2= - 8635-961+ 1.1163 X21 +.53 X_{22} + .0438 X23 + .0941 X24	97.70%
النموذج المقترح	Y_3 X_{31} X_{32} X_{33} X_{34} X_{35}	Y3= -3711. 3162 - .049X_{31}+1963X_{32} +.0010395 X_{33} +.0414 X_{34} .0314 X_{35}	99.90%

وأما فيما يتعلق بدرجة الدقة في تقدير وتفـسير سـلوك معدل العائد على حقوق الملكيـة، وباسـتعراض محتويـات الجدول السابق رقم (١٤) يمكن استخلاص النتائج الآتية: .

١- أن النموذج المقترح أكثر دقة في تقـدير وتفـسير سلوك معدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة لقطاع التطبيق . من النماذج الأخرى . حيث تأكدت هذه

النتيجة اعتمادا على القيمة لمعامـل التحديـد (R^2) بالإضافة إلى أن النموذج الثاني أكثـر دقـة مـن النموذج الأول.

٢- أثبتت التحليلات الإحصائية تمييز النموذج المقتـرح عن النماذج الأخرى مـن حيـث سـلامة تكـوين المتغيرات المستقلة المكونة للنموذج في الوقت الذي تكونت فيه معادلة الانحدار المقترحـة مـن جميـع المتغيرات المستقلة المكونة للنموذج المقترح وهـو الأمر الذي قد يرجع إلى الطبيعة الخاصـة لنـشاط القطاع موضع التطبيق.

وتؤكد النتائج السابقة على أهمية اتجاه الإدارة القائمة على شركات قطاع الأعمال العام وشـركات القطـاع الخـاص باستخدام الصورة النهائية التي ظهر بها النموذج المقترح في مرحلتي صناعة القرارات المالية ومتابعتها بهـدف تعظـيم معدل العائد على حقوق الملكية مع ضرورة اهتمامها الشديد بالتقدير المسبق لهذا المعدل وتوقع سلوكه لفترات مـستقبلية من خلال استخدام النموذج المقترح.

وهنا فليسمح لنا قارئنا العزيـ.ز بـ.العودة إلـ.ى اسـ.تخدام البيانات السابق عرضها في الجدولين رقـ.م (١)، (٢) فـ.ي عرض المرحلة الأخيرة من مراحل برنامجنا التحليلي تطبيقاً على المنشأة (ص) وذلك على النحو التالي:

(د) تحليل مقدرة الربحية على سداد الالتزامات:

تهدف هذه الجزئية التحليلية إلى تحديد مدى قدرة الشركة على سداد الأعباء المالية الثابتة والتي يمكن حـ.صرها فـ.ي فوائد الديون والإيجارات المستحقة ونظرا للأهميـ.ة النـ.سبية المتزايدة للأعباء المتعلقة بفوائد الـ.ديون نظـ.را لارتباطهـ.ا بالمخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة، فقد اتفق علـ.ى استخدام مؤشرين ماليين يخصص أولهمـ.ا لفوائـ.د الـ.ديون بمفردها، وأما ثانيهما فيتضمن الإيجـ.ارات المـ.ستحقة إلـ.ى جانب فوائد الديون:

١ . عدد مرات تغطية الفوائد (مرة) = $\frac{\text{صافي الدخل المتاح لسداد الفوائد}}{\text{الفوائد}}$

$$= \frac{\text{صافي ربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

إلى الفهرس

يقيس هذا المؤشر عدد المرات التي يمكن فيهـا تغطيـة الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها، وبمفهوم آخر يقيس هذا المؤشر المدى الذي يمكن أن تنخفض إليه أرباح الشركة دون تعرضها لمواقف مالية حرجة نتيجة لعدم قدرتها علـى سداد فوائد الديون والذي يمكن حسابه من خلال محتويـات الجدول التالي:

جدول رقم (١٥)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الفوائد للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب	١١١٠	١٠٠	٦٨٠	٦١	٢٦٠	٢٣
+						
الفوائد	٢١٠	١٠٠	٥٣٠	٢٥٢	٦٦٠	٣١٤
نتيجة المؤشر (مرة)	٥,٣٠		١,٣		٤/.٠	

يتبين أن عام ١٩٩٢ ارتبط بدرجة عالية مـن التغطيـة وانخفاض احتمالات تعرض الشركة لمواقف حرجة، ثم اتجه الموقف إلى التدهور الشديد إلى أن وصل إلى الحد الأقصى للتدهور خلال عام ١٩٩٤ حيث إن قيمة الدخل المتاح لسداد

إلى الفهرس

الفوائد تقل عن نصف قيمة الفوائد المطلوب سدادها ويرجـع هذا الاتجاه السلبي إلى انخفاض الـدخل المتـاح بمعـدلات مرتفعة في حين اتجهت قيمة الفوائد إلى التزايـد بمعـدلات أكبر.

٢ . عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة(مرة) = الدخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة / الأعباء الثابتة

= صافي الربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة / الفوائد + الإيجارات المستحقة + احتياطي سداد القروض طويلة الأجل

ومن الواضح أن هذا المؤشر يقيس عدد المـرات التـي يمكن فيها تغطية الأعباء الثابتة من صافي الـدخل المتـاح لسدادها، ونعتقد أن مقام المؤشر يحتـاج إلـى مزيـد مـن التوضيح حيث [1]:

إنه من المتفق عليه أن فوائد الديون والإيجارات المستحقة تمثل مصروفات ينبغي خصمها من الدخل قبل الضريبة؛ لذا فإن المنشأة في حاجة إلى قدر من صافي الربح قبل الضريبة مساوٍ لتلك الأعباء حتى يمكن تغطيتها بالكامل، أما بالنـسبة لاحتياطي سداد القروض فإنه لا يعكس مصروفًا ولا يـؤثر بالتالي على الضرائب المستحقة، وحيـث إن الهـدف مـن

[1] – دكتور/ منير صالح هندي، مرجع سابق ذكره، ص ٦٢.

إلى الفهرس

استخدام المعدل المشار إليه هو قياس مدى قدرة الشركة على تغطية الأعباء الثابتة من صافي الربح قبل الـضريبة فـإن الأمر يتطلب تعديل رقم احتيـاطي قبـل الـضريبة وذلـك باستخدام المعادلة الآتية:

الاحتياطي قبل الضريبة = الاحتياطي المطلوب لسداد القرض / ١ . معدل الضريبة

وحيث إن قيمة هذا الاحتياطي في الـشركة (ص) ٣٠٠ ألف جنيه افتراضا، وأن معدل الضريبة ٣٠ % فإن:

قيمة الاحتياطي قبل الضريبة = ٣٣٠ / ٠,٧٠ = ٤٢٩ ألف جنيه

وأما فيما يتعلق بالإيجارات المستحقة في الـشركة (ص) فتمثل جزءا من خصومها المستحقة حيث بلغت قيمتهـا ١٥، ٣٠ ،٥ ألف جنيه للسنوات الثلاث على التوالي وعلى ذلـك يمكن حساب هذا المؤشر من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١٦)

بيان بتحليل عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة للشركة (ص)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
صافي ربح قبل الفوائد والضرائب + الإيجارات المستحقة	١١٢٥	١٠٠	١١١٤	٩٩	٧١٩	٦٤
+ الأعباء الثابتة	٦٥٤	١٠٠	٩٦٤	١٤٧	١١١٩	١٧١
نتيجة المؤشر (مرة)	١,٧		١,٢		٠,٦	

يتأكد أيضا اتجاه الموقف نحو التـ.دهور الملحـ.وظ فيمـ.ا يتعلق بقدرة الشركة (ص) على امتلاك درجة مناسـ.بة مـ.ن الأمان المالي، ويرجع هذا الاتجاه السلبي إلى تناقص الـ.دخل المتاح لسداد الأعباء الثابتة وبمعدلات كبيرة في الوقت الذي اتجهت فيه الأعباء الثابتة إلى التزايد في قيمتها والذي يرجع بالدرجة الأولى إلى تزايد الأعباء الثابتـ.ة المتعلقـ.ة بفوائـ.د الديون.

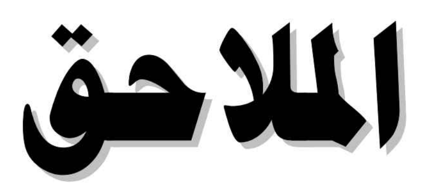
قائمة المراجع

المراجع

بالإضافة إلى المراجع المذكورة داخل هـ.وامش الكتـ.اب نحيل القارئ الأكاديمي المتخصص إلى المراجع التالية:

1- Araghon, George A. Financial management: Allyn and Bacon, 1989.
2- Cheney, John M. and Edward Moses. Fundamentals of investments, St. Paul: West Publishing Co., 1992.
3- David Kidwell and Richard Peterson, Financial institutions markets and money, Hinsdale Illinois, The Dryden press, 1981.
4- Driver, Ciaran and david moreton, Investment Expectations and uncertainty. Oxford: Black well. 1992.
5- Huange, S. and Randall, M. Investment analysis and management, Boston: Allyn and Bacon, 1987.
6- John Gibbs FCA Apractical approach to financial management, London: Financial Training publications, 1978.
7- Myddleton, D. R. Financial decisions. 2nd ed. Essex: Lonman Groop Ltd, 1983.

8- Oswald Bowlin, Guide to financial analysis, N. Y. Mc Graw – Hill book Co., 1980.
9- Robert W. Kolb, Principles of Finance, Glenview, Ilinois Scott, Foresman and c.,. 1988.
10- Yeagar, F and Seitz, N. Financial instituation management, Virginia: Reston Publishing co., 1982.



الجدول الأول : معامل القيمة الحالية لدفعة واحدة يتم استلامها بعد عدد معين من السنوات مخصومة بمعدل خصم معين

سنوات	١٪	٢٪	٣٪	٤٪	٥٪	٦٪	٧٪	٨٪	سنوات
١	٠,٩٩٠١٠	٠,٩٨٠٣٩	٠,٩٧٠٨٧	٠,٩٦١٥٤	٠,٩٥٢٣٨	٠,٩٤٣٤٠	٠,٩٣٤٥٨	٠,٩٢٥٩٣	١
٢	٠,٩٨٠٣٠	٠,٩٦١١٧	٠,٩٤٢٦٠	٠,٩٢٤٥٦	٠,٩٠٧٠٣	٠,٨٩٠٠٠	٠,٨٧٣٤٤	٠,٨٥٧٣٤	٢
٣	٠,٩٧٠٥٩	٠,٩٤٢٣٢	٠,٩١٥١٤	٠,٨٨٩٠٠	٠,٨٦٣٨٤	٠,٨٣٩٦٢	٠,٨١٦٣٠	٠,٧٩٣٨٣	٣
٤	٠,٩٦٠٩٨	٠,٩٢٣٨٥	٠,٨٨٨٤٩	٠,٨٥٤٨٠	٠,٨٢٢٧٠	٠,٧٩٢٠٩	٠,٧٦٢٩٠	٠,٧٣٥٠٣	٤
٥	٠,٩٥١٤٧	٠,٩٠٥٧٣	٠,٨٦٢٦١	٠,٨٢١٩٣	٠,٧٨٣٥٣	٠,٧٤٧٢٦	٠,٧١٢٩٩	٠,٦٨٠٥٨	٥
٦	٠,٩٤٢٠٥	٠,٨٨٧٩٧	٠,٨٣٧٤٨	٠,٧٩٠٣١	٠,٧٤٦٢٢	٠,٧٠٤٩٦	٠,٦٦٦٣٤	٠,٦٣٠١٧	٦
٧	٠,٩٣٢٧٢	٠,٨٧٠٥٦	٠,٨١٣٠٩	٠,٧٥٩٩٢	٠,٧١٠٦٨	٠,٦٦٥٠٦	٠,٦٢٢٧٥	٠,٥٨٣٤٩	٧
٨	٠,٩٢٣٤٨	٠,٨٥٣٤٩	٠,٧٨٩٤١	٠,٧٣٠٦٩	٠,٦٧٦٨٤	٠,٦٢٧٤١	٠,٥٨٢٠١	٠,٥٤٠٢٧	٨
٩	٠,٩١٤٣٤	٠,٨٣٦٧٦	٠,٧٦٦٤٢	٠,٧٠٢٥٩	٠,٦٤٤٦١	٠,٥٩١٩٠	٠,٥٤٣٩٣	٠,٥٠٠٢٥	٩
١٠	٠,٩٠٥٢٩	٠,٨٢٠٣٥	٠,٧٤٤٠٩	٠,٦٧٥٥٦	٠,٦١٣٩١	٠,٥٥٨٣٩	٠,٥٠٨٣٥	٠,٤٦٣١٩	١٠
١١	٠,٨٩٦٣٢	٠,٨٠٤٢٦	٠,٧٢٢٤٢	٠,٦٤٩٥٨	٠,٥٨٤٦٨	٠,٥٢٦٧٩	٠,٤٧٥٠٩	٠,٤٢٨٨٨	١١
١٢	٠,٨٨٧٤٥	٠,٧٨٨٤٩	٠,٧٠١٣٨	٠,٦٢٤٦٠	٠,٥٥٦٨٤	٠,٤٩٦٩٧	٠,٤٤٤٠١	٠,٣٩٧١١	١٢
١٣	٠,٨٧٨٦٦	٠,٧٧٣٠٣	٠,٦٨٠٩٥	٠,٦٠٠٥٧	٠,٥٣٠٣٢	٠,٤٦٨٨٤	٠,٤١٤٩٦	٠,٣٦٧٧٠	١٣
١٤	٠,٨٦٩٩٦	٠,٧٥٧٨٨	٠,٦٦١١٢	٠,٥٧٧٤٨	٠,٥٠٥٠٧	٠,٤٤٢٣٠	٠,٣٨٧٨٢	٠,٣٤٠٤٦	١٤
١٥	٠,٨٦١٣٥	٠,٧٤٣٠١	٠,٦٤١٨٦	٠,٥٥٥٢٦	٠,٤٨١٠٢	٠,٤١٧٢٧	٠,٣٦٢٤٥	٠,٣١٥٢٤	١٥
١٦	٠,٨٥٢٨٢	٠,٧٢٨٤٥	٠,٦٢٣١٧	٠,٥٣٣٩١	٠,٤٥٨١١	٠,٣٩٣٦٥	٠,٣٣٨٧٣	٠,٢٩١٨٩	١٦
١٧	٠,٨٤٤٣٨	٠,٧١٤١٦	٠,٦٠٥٠٢	٠,٥١٣٣٧	٠,٤٣٦٣٠	٠,٣٧١٣٦	٠,٣١٦٥٧	٠,٢٧٠٢٧	١٧
١٨	٠,٨٣٦٠٢	٠,٧٠٠١٦	٠,٥٨٧٣٩	٠,٤٩٣٦٣	٠,٤١٥٥٢	٠,٣٥٠٣٤	٠,٢٩٥٨٦	٠,٢٥٠٢٥	١٨
١٩	٠,٨٢٧٧٤	٠,٦٨٦٤٣	٠,٥٧٠٢٩	٠,٤٧٤٦٤	٠,٣٩٥٧٣	٠,٣٣٠٥١	٠,٢٧٦٥١	٠,٢٣١٧١	١٩
٢٠	٠,٨١٩٥٤	٠,٦٧٢٩٧	٠,٥٥٣٦٨	٠,٤٥٦٣٩	٠,٣٧٦٨٩	٠,٣١١٨٠	٠,٢٥٨٤٢	٠,٢١٤٥٥	٢٠
٢٥	٠,٧٧٩٧٧	٠,٦٠٩٥٣	٠,٤٧٧٦١	٠,٣٧٥١٢	٠,٢٩٥٣٠	٠,٢٣٣٠٠	٠,١٨٤٢٥	٠,١٤٦٠٢	٢٥
٣٠	٠,٧٤١٩٢	٠,٥٥٢٠٧	٠,٤١١٩٩	٠,٣٠٨٣٢	٠,٢٣١٣٨	٠,١٧٤١١	٠,١٣١٣٧	٠,٠٩٩٣٨	٣٠
٣٥	٠,٧٠٥٩١	٠,٥٠٠٠٣	٠,٣٥٥٣٨	٠,٢٥٣٤٢	٠,١٨١٢٩	٠,١٣٠١١	٠,٠٩٣٦٦	٠,٠٦٧٦٣	٣٥
٤٠	٠,٦٧١٦٥	٠,٤٥٢٨٩	٠,٣٠٦٥٦	٠,٢٠٨٢٩	٠,١٤٢٠٥	٠,٠٩٧٢٢	٠,٠٦٦٧٨	٠,٠٤٦٠٣	٤٠
٤٥	٠,٦٣٩٠٥	٠,٤١٠٢٠	٠,٢٦٤٤٤	٠,١٧١٢٠	٠,١١١٣٠	٠,٠٧٢٦٥	٠,٠٤٧٦١	٠,٠٣١٣٣	٤٥

إلى الفهرس

(تابع)الجدول الأول : معامل قيمة حالية لدفعة واحدة

دفعة يتم استلامها بعدد معين من السنوات مخصومة بمعدل خصم معين

سنوات	٩ ٪	١٠ ٪	١١ ٪	١٢ ٪	١٣ ٪	١٤ ٪	١٥ ٪	١٦ ٪	سنوات
١	٠,٩١٧٤٣	٠,٩٠٩٠٩	٠,٩٠٠٩٠	٠,٨٩٢٨٦	٠,٨٨٤٩٦	٠,٨٧٧١٩	٠,٨٦٩٥٧	٠,٨٦٢٠٧	١
٢	٠,٨٤١٦٨	٠,٨٢٦٤٥	٠,٨١١٦٢	٠,٧٩٧١٩	٠,٧٨٣١٥	٠,٧٦٩٤٧	٠,٧٥٦١٤	٠,٧٤٣١٦	٢
٣	٠,٧٧٢١٨	٠,٧٥١٣١	٠,٧٣١١٩	٠,٧١١٧٨	٠,٦٩٣٠٥	٠,٦٧٤٩٧	٠,٦٥٧٥٢	٠,٦٤٠٦٦	٣
٤	٠,٧٠٨٤٣	٠,٦٨٣٠١	٠,٦٥٨٧٣	٠,٦٣٥٥٢	٠,٦١٣٣٢	٠,٥٩٢٠٨	٠,٥٧١٧٥	٠,٥٥٢٢٩	٤
٥	٠,٦٤٩٩٣	٠,٦٢٠٩٢	٠,٥٩٣٤٥	٠,٥٦٧٤٣	٠,٥٤٢٧٦	٠,٥١٩٣٧	٠,٤٩٧١٨	٠,٤٧٦١١	٥
٦	٠,٥٩٦٢٧	٠,٥٦٤٤٧	٠,٥٣٤٦٤	٠,٥٠٦٦٣	٠,٤٨٠٣٢	٠,٤٥٥٥٩	٠,٤٣٢٣٣	٠,٤١٠٤٤	٦
٧	٠,٥٤٧٠٣	٠,٥١٣١٦	٠,٤٨١٦٦	٠,٤٥٢٣٥	٠,٤٢٥٠٦	٠,٣٩٩٦٤	٠,٣٧٥٩٤	٠,٣٥٣٨٣	٧
٨	٠,٥٠١٨٧	٠,٤٦٦٥١	٠,٤٣٣٩٣	٠,٤٠٣٨٨	٠,٣٧٦١٦	٠,٣٥٠٥٦	٠,٣٢٦٩٠	٠,٣٠٥٠٣	٨
٩	٠,٤٦٠٤٣	٠,٤٢٤١	٠,٣٩٠٩٢	٠,٣٦٠٦١	٠,٣٣٢٨٨	٠,٣٠٧٥١	٠,٢٨٤٢٦	٠,٢٦٢٩٥	٩
١٠	٠,٤٢٢٤١	٠,٣٨٥٥٤	٠,٣٥٢١٨	٠,٣٢١٩٧	٠,٢٩٤٥٩	٠,٢٦٩٧٤	٠,٢٤٧١٨	٠,٢٢٦٦٨	١٠
١١	٠,٣٨٧٥٣	٠,٣٥٠٤٩	٠,٣١٧٢٨	٠,٢٨٧٤٨	٠,٢٦٠٧٠	٠,٢٣٦٦٢	٠,٢١٤٩٤	٠,١٩٥٤٢	١١
١٢	٠,٣٥٥٥٣	٠,٣١٨٦٣	٠,٢٨٥٨٤	٠,٢٥٦٦٨	٠,٢٣٠٧١	٠,٢٠٧٥٦	٠,١٨٦٩١	٠,١٦٨٤٦	١٢
١٣	٠,٣٢٦١٨	٠,٢٨٩٦٦	٠,٢٥٧٥١	٠,٢٢٩١٧	٠,٢٠٤١٦	٠,١٨٢٠٧	٠,١٦٢٥٣	٠,١٤٥٢٣	١٣
١٤	٠,٢٩٩٢٥	٠,٢٦٣٣٣	٠,٢٣١٩٩	٠,٢٠٤٦٢	٠,١٨٠٦٨	٠,١٥٩٧١	٠,١٤١٣٣	٠,١٢٥٢٠	١٤
١٥	٠,٢٧٤٥٤	٠,٢٣٩٣٩	٠,٢٠٩٠٠	٠,١٨٢٧٠	٠,١٥٩٨٩	٠,١٤٠١٠	٠,١٢٢٨٩	٠,١٠٧٩٣	١٥
١٦	٠,٢٥١٨٧	٠,٢١٧٦٣	٠,١٨٨٢٩	٠,١٦٣١٢	٠,١٤١٥٠	٠,١٢٢٨٩	٠,١٠٦٨٦	٠,٠٩٣٠٤	١٦
١٧	٠,٢٣١٠٧	٠,١٩٧٨٤	٠,١٦٩٦٣	٠,١٤٥٦٤	٠,١٢٥٢٢	٠,١٠٧٨٠	٠,٠٩٢٩٣	٠,٠٨٠٢١	١٧
١٨	٠,٢١١٩٩	٠,١٧٩٨٦	٠,١٥٢٨٢	٠,١٣٠٠٤	٠,١١٠٨١	٠,٠٩٤٥٦	٠,٠٨٠٨١	٠,٠٦٩١٤	١٨
١٩	٠,١٩٤٤٩	٠,١٦٣٥١	٠,١٣٧٦٨	٠,١١٦١١	٠,٠٩٨٠٦	٠,٠٨٢٩٥	٠,٠٧٠٢٧	٠,٠٥٩٦١	١٩
٢٠	٠,١٧٨٤٣	٠,١٤٨٦٤	٠,١٢٤٠٣	٠,١٠٣٦٧	٠,٠٨٦٧٨	٠,٠٧٢٧٦	٠,٠٦١١٠	٠,٠٥١٣٩	٢٠
٢٥	٠,١١٥٩٧	٠,٠٩٢٣٠	٠,٠٧٣٦١	٠,٠٥٨٨٢	٠,٠٤٧١٠	٠,٠٣٧٧٩	٠,٠٣٠٣٨	٠,٠٢٤٤٧	٢٥
٣٠	٠,٠٧٥٣٧	٠,٠٥٧٣١	٠,٠٤٣٦٨	٠,٠٣٣٣٨	٠,٠٢٥٥٦	٠,٠١٩٦٣	٠,٠١٥١٠	٠,٠١١٦٥	٣٠
٣٥	٠,٠٤٨٩٩	٠,٠٣٥٥٨	٠,٠٢٥٩٧	٠,٠١٨٩٤	٠,٠١٣٨٨	٠,٠١٠١٩	٠,٠٠٧٥١	٠,٠٠٥٥٥	٣٥
٤٠	٠,٠٣١٨٤	٠,٠٢٢٠٩	٠,٠١٥٣٨	٠,٠١٠٧٥	٠,٠٠٧٥٣	٠,٠٠٥٢٩	٠,٠٠٣٧٣	٠,٠٠٢٦٣	٤٠
٤٥	٠,٠٢٠٦٩	٠١٣٧٢	٠,٠٠٩١٣	٠,٠٠٦١٠	٠,٠٠٤٠٩	٠,٦٦٢٧٥	٠,٠٠١٨٦	٠,٠٠١٢٦	٤٥

إلى الفهرس

(تابع)الجدول الأول : معامل قيمة حالية لدفعة واحدة
دفعة يتم استلامها بعدد معين من السنوات مخصومة بمعدل خصم معين

سنوات	٪١٧	٪١٨	٪١٩	٪٢٠	٪٢٥	٪٣٠	٪٣٥	٪٤٠	سنوات
١	٠,٨٥٤٧٠	٠,٨٤٧٤٦	٠,٨٤٠٣٤	٠,٨٣٣٣٣	٠,٨٠٠٠٠	٠,٧٦٩٢٣	٠,٧٤٠٧٤	٠,٧١٤٢٩	١
٢	٠,٧٣٠٥١	٠,٧١٨١٨	٠,٧٠٦١٦	٠,٦٩٤٤٤	٠,٦٤٠٠٠	٠,٥٩١٧٢	٠,٥٤٨٧٠	٠,٥١٠٢٠	٢
٣	٠,٦٢٤٣٧	٠,٦٠٨٦٣	٠,٥٩٣٤٢	٠,٥٧٨٧٠	٠,٥١٢٠٠	٠,٤٥٥١٧	٠,٤٠٦٤٤	٠,٣٦٤٤٣	٣
٤	٠,٥٣٣٦٥	٠,٥١٥٧٩	٠,٤٩٨٦٧	٠,٤٨٢٢٥	٠,٤٠٩٦٠	٠,٣٥٠١٣	٠,٣٠١٠٧	٠,٢٦٠٣١	٤
٥	٠,٤٥٦١١	٠,٤٣٧١١	٠,٤١٩٠٥	٠,٤٠١٨٨	٠,٣٢٧٦٨	٠,٢٦٩٣٣	٠,٢٢٣٠١	٠,١٨٥٩٣	٥
٦	٠,٣٨٩٨٤	٠,٣٧٠٤٣	٠,٣٥٢١٤	٠,٣٣٤٩٠	٠,٢٦٢١٤	٠,٢٠٧١٨	٠,١٦٥٢٠	٠,١٣٢٨١	٦
٧	٠,٣٣٣٢٠	٠,٣١٣٩٣	٠,٢٩٥٩٢	٠,٢٧٩٠٨	٠,٢٠٩٧٢	٠,١٥٩٣٧	٠,١٢٢٣٧	٠,٠٩٤٨٦	٧
٨	٠,٢٨٤٧٨	٠,٢٦٦٠٤	٠,٢٤٨٦٧	٠,٢٣٢٥٧	٠,١٦٧٧٧	٠,١٢٢٥٩	٠,٠٩٠٦٤	٠,٠٦٧٧٦	٨
٩	٠,٢٤٣٤٠	٠,٢٢٥٤٦	٠,٢٠٨٩٧	٠,١٩٣٨١	٠,١٣٤٢٢	٠,٠٩٤٣٠	٠,٠٦٧١٤	٠,٠٤٨٤٠	٩
١٠	٠,٢٠٨٠٤	٠,١٩١٠٦	٠,١٧٥٦٠	٠,١٦١٥١	٠,١٠٧٣٧	٠,٠٧٢٥٤	٠,٠٤٩٧٤	٠,٠٣٤٥٧	١٠
١١	٠,١٧٧٨١	٠,١٦١٩٢	٠,١٤٧٥٧	٠,١٣٤٥٩	٠,٠٨٥٩٠	٠,٠٥٥٨٠	٠,٠٣٦٨٤	٠,٠٢٤٦٩	١١
١٢	٠,١٥١٩٧	٠,١٣٧٢٢	٠,١٢٤٠٠	٠,١١٢١٦	٠,٠٦٨٧٢	٠,٠٤٢٩٢	٠,٠٢٧٢٩	٠,٠١٧٦٤	١٢
١٣	٠,١٢٩٨٩	٠,١١٦٢٩	٠,١٠٤٢١	٠,٠٩٣٤٦	٠,٠٥٤٩٨	٠,٠٣٣٠٢	٠,٠٢٠٢١	٠,٠١٢٦٠	١٣
١٤	٠,١١١٠٢	٠,٠٩٨٥٥	٠,٠٨٧٥٧	٠,٠٧٧٨٩	٠,٠٤٣٩٨	٠,٠٢٥٤٠	٠,٠١٤٩٧	٠,٠٠٩٠٠	١٤
١٥	٠,٠٩٤٨٩	٠,٠٨٣٥٢	٠,٠٧٣٥٩	٠,٠٦٤٩١	٠,٠٣٥١٨	٠,٠١٩٥٤	٠,٠١١٠٩	٠,٠٠٦٤٣	١٥
١٦	٠,٠٨١١٠	٠,٠٧٠٧٨	٠,٠٦١٨٤	٠,٠٥٤٠٩	٠,٠٢٨١٥	٠,٠١٥٠٣	٠,٠٠٨٢٢	٠,٠٠٤٥٩	١٦
١٧	٠,٠٦٩٣٢	٠,٠٥٩٩٨	٠,٠٥١٩٦	٠,٠٤٥٠٧	٠,٠٢٢٥٢	٠,٠١١٥٦	٠,٠٠٦٠٩	٠,٠٠٣٢٨	١٧
١٨	٠,٠٥٩٢٥	٠,٠٥٠٨٣	٠,٠٤٣٦٧	٠,٠٣٧٥٦	٠,٠١٨٠١	٠,٠٠٨٨٩	٠,٠٠٤٥١	٠,٠٠٢٣٤	١٨
١٩	٠,٠٥٠٦٤	٠,٠٤٣٠٨	٠,٠٣٦٧٠	٠,٠٣١٣٠	٠,٠١٤٤١	٠,٠٠٦٨٤	٠,٠٠٣٣٤	٠,٠٠١٦٧	١٩
٢٠	٠,٠٤٣٢٨	٠,٠٣٦٥١	٠,٠٣٠٨٤	٠,٠٢٦٠٨	٠,٠١١٥٣	٠,٠٠٥٢٦	٠,٠٠٢٤٧	٠,٠٠١٢٠	٢٠
٢٥	٠,٠١٩٧٤	٠,٠١٥٩٦	٠,٠١٢٩٢	٠,٠١٠٤٨	٠,٠٠٣٧٨	٠,٠٠١٤٢	٠,٠٠٠٥٥	٠,٠٠٠٢٢	٢٥
٣٠	٠,٠٠٩٠٠	٠,٠٠٦٩٧	٠,٠٠٥٤١	٠,٠٠٤٢١	٠,٠٠١٢٤	٠,٠٠٠٣٨	٠,٠٠٠١٢	٠,٠٠٠٠٤	٣٠
٣٥	٠,٠٠٤١١	٠,٠٠٣٠٥	٠,٠٠٢٢٧	٠,٠٠١٦٩	٠,٠٠٠٤١	٠,٠٠٠١٠	٠,٠٠٠٠٣	٠,٠٠٠٠١	٣٥
٤٠	٠,٠٠١٨٧	٠,٠٠١٣٣	٠,٠٠٠٩٥	٠,٠٠٠٦٨	٠,٠٠٠١٣	٠,٠٠٠٠٣	٠,٠٠٠٠١	٠,٠٠٠٠٠	٤٠
٤٥	٠,٠٠٠٨٥	٠,٠٠٠٥٨	٠,٠٠٠٤٠	٠,٠٠٠٢٧	٠,٠٠٠٠٤	٠,٠٠٠٠١	٠,٠٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠٠	٤٥

الجدول الثاني : معامل قيمة حالية لدفعة سنوية

يتم استلامها سنويا لعدد معين من السنوات مخصوصة بمعدل خصم معين

سنوات	١٪	٢٪	٣٪	٤٪	٥٪	٦٪	٧٪	٨٪	سنوات
١	٠,٩٩٠١٠	٠,٩٨٠٣٩	٠,٩٧٠٨٧	٠,٩٦١٥٤	٠,٩٥٢٣٨	٠,٩٤٣٤٠	٠,٩٣٤٥٨	٠,٩٢٥٩٣	١
٢	١,٩٧٠٤٠	١,٩٤١٥٦	١,٩١٣٤٧	١,٨٨٦٠٩	١,٨٥٩٤١	١,٨٣٣٣٩	١,٨٠٨٠٢	١,٧٨٣٢٦	٢
٣	٢,٩٤٠٩٩	٢,٨٨٣٨٨	٢,٨٢٨٦١	٢,٧٧٥٠٩	٢,٧٢٣٢٥	٢,٦٧٣٠١	٢,٦٢٤٣٢	٢,٥٧٧١٠	٣
٤	٣,٩٠١٩٧	٣,٨٠٧٧٣	٣,٧١٧١٠	٣,٦٢٩٩٠	٣,٥٤٥٩٥	٣,٤٦٥١١	٣,٣٨٧٢١	٣,٣١٢١٣	٤
٥	٤,٨٥٣٤٣	٤,٧١٣٤٦	٤,٥٧٩٧١	٤,٤٥١٨٢	٤,٣٢٩٤٨	٤,٢١٢٣٦	٤,١٠٠٢٠	٣,٩٩٢٧١	٥
٦	٥,٧٩٥٤٨	٥,٦٠١٤٣	٥,٤١٧١٩	٥,٢٤٢١٤	٥,٠٧٥٦٩	٤,٩١٧٣٢	٤,٧٦٦٥٤	٤,٦٢٢٨٨	٦
٧	٦,٧٢٨١٩	٦,٤٧١٩٩	٦,٢٣٠٢٨	٦,٠٠٢٠٥	٥,٧٨٦٣٧	٥,٥٨٢٣٨	٥,٣٨٩٢٩	٥,٢٠٦٣٧	٧
٨	٧,٦٥١٦٨	٧,٣٢٥٤٨	٧,٠١٩٦٩	٦,٧٣٢٧٤	٦,٤٦٣٢١	٦,٢٠٩٧٩	٥,٩٧١٣٠	٥,٧٤٦٦٤	٨
٩	٨,٥٦٦٠٢	٨,١٦٢٢٤	٧,٧٨٦١١	٧,٤٣٥٣٣	٧,١٠٧٨٢	٦,٨٠١٦٩	٦,٥١٥٢٣	٦,٢٤٦٨٩	٩
١٠	٩,٤٧١٣٠	٨,٩٨٢٥٩	٨,٥٣٠٢٠	٨,١١٠٩٠	٧,٧٢١٧٣	٧,٣٦٠٠٩	٧,٠٢٣٥٨	٦,٧١٠٠٨	١٠
١١	١٠,٣٦٧٦٣	٩,٧٨٦٨٥	٩,٢٥٢٦٢	٨,٧٦٠٤٨	٨,٣٠٦٤١	٧,٨٨٦٨٧	٧,٤٩٨٦٧	٧,١٣٨٩٦	١١
١٢	١١,٢٥٥٠٨	١٠,٥٧٥٣٤	٩,٩٥٤٠٠	٩,٣٨٥٠٧	٨,٨٦٣٢٥	٨,٣٨٣٨٤	٧,٩٤٢٦٩	٧,٥٣٦٠٨	١٢
١٣	١٢,١٣٣٧٤	١١,٣٤٨٣٧	١٠,٦٣٤٩٦	٩,٩٨٥٦٥	٩,٣٩٣٥٧	٨,٨٥٢٦٨	٨,٣٥٧٦٥	٧,٩٠٣٧٨	١٣
١٤	١٣,٠٠٣٧٠	١٢,١٠٦٢٥	١١,٢٩٦٠٧	١٠,٥٦٣١٢	٩,٨٩٨٦٤	٩,٢٩٤٩٨	٨,٧٤٥٤٧	٨,٢٤٤٢٤	١٤
١٥	١٣,٨٦٥٠٥	١٢,٨٤٩٢٦	١١,٩٣٧٩٤	١١,١١٨٣٩	١٠,٣٧٩٦٦	٩,٧١٢٢٥	٩,١٠٧٩١	٨,٥٥٩٤٨	١٥
١٦	١٤,٧١٧٨٧	١٣,٥٧٧٧١	١٢,٥٦١١٠	١١,٦٥٢٣٠	١٠,٨٣٧٧٧	١٠,١٠٥٩٠	٩,٤٤٦٦٥	٨,٨٥١٣٧	١٦
١٧	١٥,٥٦٢٢٥	١٤,٢٩١٨٧	١٣,١٦٦١٢	١٢,١٦٥٦٧	١١,٢٧٤٠٧	١٠,٤٧٧٢٦	٩,٧٦٣٢٢	٩,١٢١٦٤	١٧
١٨	١٦,٣٩٨٢٧	١٤,٩٩٢٠٣	١٣,٧٥٣٥١	١٢,٦٥٩٣٠	١١,٦٨٩٥٩	١٠,٨٢٧٦٠	١٠,٠٥٩٠٩	٩,٣٧١٨٩	١٨
١٩	١٧,٢٢٦٠١	١٥,٦٧٨٤٦	١٤,٣٢٣٨٠	١٣,١٣٣٩٤	١٢,٠٨٥٣٢	١١,١٥٨١٢	١٠,٣٣٥٦٠	٩,٦٠٣٦٠	١٩
٢٠	١٨,٠٤٥٥٥	١٦,٣٥١٤٣	١٤,٨٧٧٤٧	١٣,٥٩٠٣٣	١٢,٤٦٢٢١	١١,٤٦٩٩٢	١٠,٥٩٤٠١	٩,٨١٨١٥	٢٠
٢٥	٢٢,٠٢٣١٦	١٩,٥٢٣٤٦	١٧,٤١٣١٥	١٥,٦٢٢٠٨	١٤,٠٩٣٩٤	١٢,٧٨٣٣٦	١١,٦٥٣٥٨	١٠,٦٧٤٧٨	٢٥
٣٠	٢٥,٨٠٧٧١	٢٢,٣٩٦٤٦	١٩,٦٠٠٤٤	١٧,٢٩٢٠٣	١٥,٣٧٢٤٥	١٣,٧٦٤٨٣	١٢,٤٠٩٠٤	١١,٢٥٧٧٨	٣٠
٣٥	٢٩,٤٠٨٥٨	٢٤,٩٩٨٦٢	٢١,٤٨٧٢٢	١٨,٦٦٤٦١	١٦,٣٧٤١٩	١٤,٤٩٨٢٥	١٢,٩٤٧٦٧	١١,٦٥٤٥٧	٣٥
٤٠	٣٢,٨٣٤٦٩	٢٧,٣٥٥٤٨	٢٣,١١٤٧٧	١٩,٧٩٢٧٧	١٧,١٥٩٠٩	١٥,٠٤٦٣٠	١٣,٣٣١٧١	١١,٩٢٤٦١	٤٠
٤٥	٣٦,٠٩٤٥١	٢٩,٤٩٠١٦	٢٤,٥١٨٧١	٢٠,٧٢٠٠٤	١٧,٧٧٤٠٧	١٥,٤٥٥٨٣	١٣,٦٠٥٥٢	١٢,١٠٨٤٠	٤٥

(تابع) الجدول الثاني : معامل قيمة حالية لدفعة سنوية

يتم استلامها سنويا لعدد معين من السنوات مخصوصة بمعدل خصم معين

سنوات	٩ ٪	١٠ ٪	١١ ٪	١٢ ٪	١٣ ٪	١٤ ٪	١٥ ٪	١٦ ٪	سنوات
١	٠,٩١٧٤٣	٠,٩٠٩٠٩	٠,٩٠٠٩٠	٠,٨٩٢٨٦	٠,٨٨٤٩٦	٠,٨٧٧١٩	٠,٨٦٩٥٧	٠,٨٦٢٠٧	١
٢	١,٧٥٩١١	١,٧٣٥٥٤	١,٧١٢٥٢	١,٦٩٠٠٥	١,٦٦٨١٠	١,٦٤٦٦٦	١,٦٢٥٧١	١,٦٠٥٢٣	٢
٣	٢,٥٣١٢٩	٢,٤٨٦٨٥	٢,٤٤٣٧١	٢,٤٠١٨٣	٢,٣٦١١٥	٢,٣٢١٦٣	٢,٢٨٣٢٣	٢,٢٤٥٨٩	٣
٤	٣,٢٣٩٧٢	٣,١٦٩٨٧	٣,١٠٢٤٥	٣,٠٣٧٣٥	٢,٩٧٤٤٧	٢,٩١٣٧١	٢,٨٥٤٩٨	٢,٧٩٨١٨	٤
٥	٣,٨٨٩٦٥	٣,٧٩٠٧٩	٣,٦٩٥٩٠	٣,٦٠٤٧٨	٣,٥١٧٢٣	٣,٤٣٣٠٨	٣,٣٥٢١٦	٣,٢٧٤٢٩	٥
٦	٤,٤٨٥٩٢	٤,٣٥٥٢٦	٤,٢٣٠٥٤	٤,١١١٤١	٣,٩٩٧٥٥	٣,٨٨٨٦٧	٣,٧٨٤٤٨	٣,٦٨٤٧٤	٦
٧	٥,٠٣٢٩٥	٤,٨٦٨٤٢	٤,٧١٢٢٠	٤,٥٦٣٧٦	٤,٤٢٢٦١	٤,٢٨٨٣٠	٤,١٦٠٤٢	٤,٠٣٨٥٧	٧
٨	٥,٥٣٤٨٢	٥,٣٣٤٩٣	٥,١٤٦١٢	٤,٩٦٧٦٤	٤,٧٩٨٧٧	٤,٦٣٨٨٦	٤,٤٨٧٣٢	٤,٣٤٣٥٩	٨
٩	٥,٩٩٥٢٥	٥,٧٥٩٠٢	٥,٥٣٧٠٥	٥,٣٢٨٢٥	٥,١٣١٦٦	٤,٩٤٦٣٧	٤,٧٧١٥٨	٤,٦٠٦٥٤	٩
١٠	٦,٤١٧٦٦	٦,١٤٤٥٧	٥,٨٨٩٢٣	٥,٦٥٠٢٢	٥,٤٢٦٢٤	٥,٢١٦١٢	٥,٠١٨٧٧	٤,٨٣٣٢٣	١٠
١١	٦,٨٠٥١٩	٦,٤٩٥٠٦	٦,٢٠٦٥٢	٥,٩٣٧٧٠	٥,٦٨٦٩٤	٥,٤٥٢٧٣	٥,٢٣٣٧١	٥,٠٢٨٦٤	١١
١٢	٧,١٦٠٧٣	٦,٨١٣٦٩	٦,٤٩٢٣٦	٦,١٩٤٣٧	٥,٩١٧٦٥	٥,٦٦٠٢٩	٥,٤٢٠٦٢	٥,١٩٧١١	١٢
١٣	٧,٤٨٦٩	٧,١٠٣٣٦	٦,٧٤٩٨٧	٦,٤٢٣٥٥	٦,١٢١٨١	٥,٨٤٢٣٦	٥,٥٨٣١٥	٥,٣٤٢٣٣	١٣
١٤	٧,٧٨٦١٥	٧,٣٦٦٦٩	٦,٩٨١٨٧	٦,٦٢٨١٧	٦,٣٠٢٤٩	٦,٠٠٢٠٧	٥,٧٢٤٤٨	٥,٤٦٧٥٣	١٤
١٥	٨,٠٦٠٦٩	٧,٦٠٦٠٨	٧,١٩٠٨٧	٦,٨١٠٨٦	٦,٤٦٢٣٨	٦,١٤٢١٧	٥,٨٤٧٣٧	٥,٥٧٥٤٦	١٥
١٦	٨,٣١٢٥٦	٧,٨٢٣٧١	٧,٣٧٩١٦	٦,٩٧٣٩٩	٦,٦٠٣٨٨	٦,٢٦٥٠٦	٥,٩٥٤٢٣	٥,٦٦٨٥٠	١٦
١٧	٨,٥٤٣٦٣	٨,٠٢١٥٥	٧,٥٤٨٧٩	٧,١١٩٦٣	٦,٧٢٩٠٩	٦,٣٧٢٨٦	٦,٠٤٧١٦	٥,٧٤٨٧٠	١٧
١٨	٨,٧٥٥٦٣	٨,٢٠١٤١	٧,٧٠١٦٢	٧,٢٤٩٦٧	٦,٨٣٩٩١	٦,٤٦٧٤٢	٦,١٢٧٩٧	٥,٨١٧٨٥	١٨
١٩	٨,٩٥٠١١	٨,٣٦٤٩٢	٧,٨٣٩٢٩	٧,٣٦٥٧٨	٦,٩٣٧٩٧	٦,٥٥٠٣٧	٦,١٩٨٢٣	٥,٨٧٧٤٦	١٩
٢٠	٩,١٢٨٥٥	٨,٥١٣٥٦	٧,٩٦٣٣٣	٧,٤٦٩٤٤	٧,٠٢٤٧٥	٦,٦٢٣١٣	٦,٢٥٩٣٣	٥,٩٢٨٨٤	٢٠
٢٥	٩,٨٢٢٥٨	٩,٠٧٧٠٤	٨,٤٢١٧٤	٧,٨٤٣١٤	٧,٣٢٩	٦,٨٧٢٩٣	٦,٤٦٤١٥	٦,٠٩٧٠٩	٢٥
٣٠	١٠,٢٧٣٦٥	٩,٤٢٦٩١	٨,٦٩٣٧٩	٨,٠٥٥١٨	٧,٤٩٥٦٥	٧,٠٠٢٦٦	٦,٥٦٥٩٨	٦,١٧٧٢٠	٣٠
٣٥	١٠,٥٦٦٨٢	٩,٦٤٤١٦	٨,٨٥٥٢٤	٨,١٧٥٥٠	٧,٥٨٥٥٧	٧,٠٧٠٠٥	٦,٦١٦٦١	٦,٢١٥٣٤	٣٥
٤٠	١٠,٧٥٧٣٦	٩,٧٧٩٠٥	٨,٩٥١٠٥	٨,٢٤٣٧٨	٧,٦٣٤٣٨	٧,١٠٥٠٤	٦,٦٤١٧٨	٦,٢٣٣٥٠	٤٠
٤٥	١٠,٨٨١٢٠	٩,٨٦٢٨١	٩,٠٠٧٩١	٨,٢٨٢٥٢	٧,٦٦٠٨٦	٧,١٢٣٢٢	٦,٦٥٤٢٩	٦,٢٤٢١٤	٤٥

(تابع) الجدول الثاني : معامل قيمة حالية لدفعة سنوية
يتم استلامها سنويا لعدد معين من السنوات مخصوصة بمعدل خصم معين

سنوات	٪ ٤٠	٪ ٣٥	٪ ٣٠	٪ ٢٥	٪ ٢٠	٪ ١٩	٪ ١٨	٪ ١٧	سنوات
١	٠،٧١٤٢٩	٠،٧٤٠٧٤	٠،٧٦٩٢٣	٠،٨٠٠٠٠	٠،٨٣٣٣٣	٠،٨٤٠٣٤	٠،٨٤٧٤٦	٠،٨٥٤٧٠	١
٢	١،٢٢٤٤٩	١،٢٨٩٤٤	١،٣٦٠٩٥	١،٤٤٠٠٠	١،٥٢٧٧٨	١،٥٤٦٥٠	١،٥٦٥٦٤	١،٥٨٥٢١	٢
٣	١،٥٨٨٩٢	١،٦٩٥٨٨	١،٨١٦١١	١،٩٥٢٠٠	٢،١٠٦٤٨	٢،١٣٩٩٢	٢،١٧٤٢٧	٢،٢٠٩٥٨	٣
٤	١،٨٤٩٢٣	١،٩٩٦٩٥	٢،١٦٦٢٤	٢،٣٦١٦٠	٢،٥٨٨٧٣	٢،٦٣٨٥٩	٢،٦٩٠٠٦	٢،٧٤٣٢٤	٤
٥	٢،٠٣٥١٦	٢،٢١٩٩٦	٢،٤٣٥٥٧	٢،٦٨٩٢٨	٢،٩٩٠٦١	٣،٠٥٧٦٣	٣،١٢٧١٧	٣،١٩٩٣٥	٥
٦	٢،١٦٧٩٧	٢،٣٨٥١٦	٢،٦٤٢٧٥	٢،٩٥١٤٢	٣،٣٢٥٥١	٣،٤٠٩٧٨	٣،٤٩٧٦٠	٣،٥٨٩١٨	٦
٧	٢،٢٦٢٨٤	٢،٥٠٧٥٢	٢،٨٠٢١١	٣،١٦١١٤٥٨٤٧	٣،٦٠٤٥٩	٣،٧٠٥٧٠	٣،٨١١٥٣	٣،٩٢٢٣٨	٧
٨	٢،٣٣٠٦٠	٢،٥٩٨١٧	٢،٩٢٤٧٠	٣،٣٢٨٩١	٣،٨٣٧١٦	٣،٩٥٤٣٧	٤،٠٧٧٥٧	٤،٢٠٧١٦	٨
٩	٢،٣٧٩٠٠	٢،٦٦٥٣١	٣،٠١٩٠٠	٣،٤٦٣١٣	٤،٠٣٠٩٧	٤،١٦٣٣٣	٤،٣٠٣٠٢	٤،٤٥٠٥٧	٩
١٠	٢،٤١٣٥٧	٢،٧١٥٠٤	٣،٠٩١٥٤	٣،٥٧٠٥٠	٤،١٩٢٤٧	٤،٣٣٨٩٣	٤،٤٩٤٠٩	٤،٦٥٨٦٠	١٠
١١	٢،٤٣٨٢٦	٢،٧٥١٨٨	٣،١٤٧٣٤	٣،٦٥٦٤٠	٤،٣٢٧٠٦	٤،٤٨٦٥٠	٤،٦٥٦٠١	٤،٨٣٦٤١	١١
١٢	٢،٤٥٥٩٠	٢،٧٧٩١٧	٣،١٩٠٢٦	٣،٧٢٥١٢	٤،٤٣٩٢٢	٤،٦١٠٥٠	٤،٧٩٣٢٢	٤،٩٨٨٣٩	١٢
١٣	٢،٤٦٨٥٠	٢،٧٩٩٣٩	٣،٢٢٣٢٨	٣،٧٨٠١٠	٤،٥٣٢٦٨	٤،٧١٤٧١	٤،٩٠٩٥١	٥،١١٨٢٨	١٣
١٤	٢،٤٧٧٥٠	٢،٨١٤٣٦	٣،٢٤٨٦٧	٣،٨٢٤٠٨	٤،٦١٠٥٧	٤،٨٠٢٢٨	٥،٠٠٨٠٦	٥،٢٢٩٣٠	١٤
١٥	٢،٤٨٣٩٣	٢،٨٢٥٤٥	٣،٢٦٨٢١	٣،٨٥٩٢٦	٤،٦٧٥٤٧	٤،٨٧٥٨٦	٥،٠٩١٥٨	٥،٣٢٤١٩	١٥
١٦	٢،٤٨٨٥٢	٢،٨٣٣٦٧	٣،٢٨٣٢٤	٣،٨٨٧٤١	٤،٧٢٩٥٦	٤،٩٣٧٧٠	٥،١٦٢٣٥	٥،٤٠٥٢٩	١٦
١٧	٢،٤٩١٨٠	٢،٨٣٩٧٥	٣،٢٩٤٨٠	٣،٩٠٩٩٣	٤،٧٧٤٦٣	٤،٩٨٩٦٦	٥،٢٢٢٣٣	٥،٤٧٤٦١	١٧
١٨	٢،٤٩٤١٤	٢،٨٤٤٢٦	٣،٣٠٣٦٩	٣،٩٢٧٩٤	٤،٨١٢١٩	٥،٠٣٣٣٣	٥،٢٧٣١٦	٥،٥٣٣٨٥	١٨
١٩	٢،٤٩٥٨٢	٢،٨٤٧٦٠	٣،٣١٠٥٣	٣،٩٤٢٣٥	٤،٨٤٣٥٠	٥،٠٧٠٠٣	٥،٣١٦٢٤	٥،٥٨٤٤٩	١٩
٢٠	٢،٤٩٧٠١	٢،٨٥٠٠٨	٣،٣١٥٧٩	٣،٩٥٣٨٨	٤،٨٦٩٥٨	٥،١٠٠٨٦	٥،٣٥٢٧٥	٥،٦٢٧٧٧	٢٠
٢٥	٢،٤٩٩٤٤	٢،٨٥٥٥٧	٣،٣٢٨٦١	٣،٩٨٤٨٩	٤،٩٤٧٥٩	٥،١٩٥١٥	٥،٤٦٦٩١	٥،٧٦٦٢٣	٢٥
٣٠	٢،٤٩٩٩٠	٢،٨٥٦٧٩	٣،٣٣٢٠٦	٣،٩٩٥٠٥	٤،٩٧٨٩٤	٥،٢٣٤٦٦	٥،٥١٦٨١	٥،٨٢٩٣٩	٣٠
٣٥	٢،٤٩٩٩٨	٢،٨٥٧٠٦	٣،٣٣٢٩٩	٣،٩٩٨٣٨	٤،٩٩١٥٤	٥،٢٥١٢٢	٥،٥٣٨٦٢	٥،٨٥٨٢٠	٣٥
٤٠	٢،٥٠٠٠٠	٢،٨٥٧١٣	٣،٣٣٣٢٤	٣،٩٩٩٤٧	٤،٩٩٦٦٠	٥،٢٦١٠٦	٥،٥٤٨١٥	٥،٨٧١٣٣	٤٠
٤٥	٢،٥٠٠٠٠	٢،٨٥٧١٤	٣،٣٣٣٣١	٣،٩٩٩٨٣	٤،٩٩٨٦٣	٥،٢٦١٠٦	٥،٥٥٢٣٢	٥،٨٧٧٣٣	٤٥

خاتمة الكتاب

عزيزي القارئ:

بعد انتهائك من قراءة الكتاب وتعاملـك مـع محتويـات فصوله العشرة، أرجو من الله أن تكـون الآن فـي موقـف أفضل مما كنت عليه – من قبل – من حيث قدراتك المعرفية والمهارية في مجال الفكر المالي.

إن اهتمامك...

بالتعامل الفعال مع التدريبات العملية التي يحويهـا هـذا الكتاب سيزِيد وبالضرورة من فعاليتك المعرفية والمهارية.

إن تعاملك..

مع هذا الكتاب سينقل إليـك خلاصـة خبرتنـا الطويلـة والمتراكمة في المجال العلمي، وفي مجال الممارسة العمليـة وسيجعل منك مديرا ماليا فعالاً ومستثمرا مدركًا وواعيا.

عزيزي القارئ:

بين يديك ثروة تستوجب الاحتفـاظ بهـا علـى امتـداد المستقبل القريب والبعيد.

لقد حرصت..

على إخراج هذا الكتاب في صورة أنيقة ومشرفة تتوافـق مع ما يحويه من جهد وعلم.

وفي النهاية أرجو أن ينفعنـي الله بـدعائكم فـي الـدنيا والآخرة.

د. نبيل شاكر

إلى الفهرس